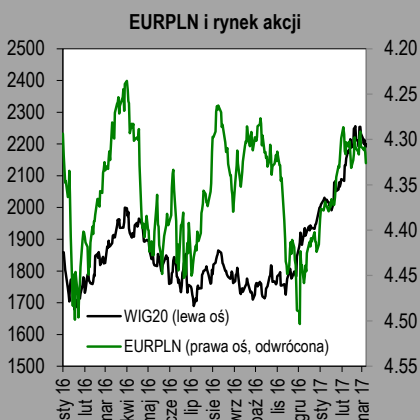
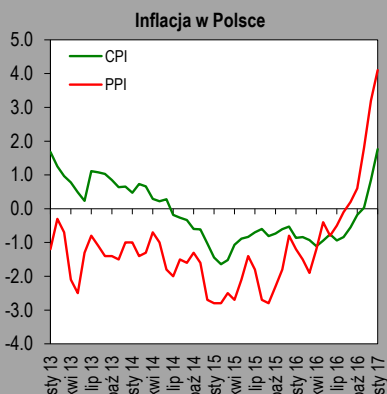


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2017

## Nie ma się czym ekscytować



### 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: [skarbk.bzwbk.pl](http://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

■ Wzrost PKB w IV kw. 2016 r. był wyższy od oczekiwań, osiągając 2,7% r/r i 1,7% kw/kw po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym (najwyżej od 2007 r.). Jednakże, nie jesteśmy zbyt podekscytowani perspektywami wzrostu na 2017 r., gdyż przyspieszenie wzrostu w IV kw. 2016 r., przynajmniej do pewnego stopnia, było wynikiem przesunięcia wydatków rządowych, co sugeruje że konsumpcja publiczna w tym roku może być słabsza. Inwestycje kontynuowały spadek o prawie 6% r/r w IV kw. 2016 r., i w naszej ocenie ożywienie w tej kategorii nie nastąpi szybko. Wnioski o dofinansowanie z UE, po znaczącym wzroście na koniec ubiegłego roku, ponownie powinny spowolnić w I kw. 2017 r. wg danych z Ministerstwa Rozwoju (ale to wpłynie na inwestycje nie wcześniej niż w 2018 r.). Konsumpcja prywatna pozostaje solidna, ale w naszej ocenie nie na tyle silna, aby wywołać znaczne przyspieszenie wzrostu PKB. Tymczasem, oczekiwane przyspieszenie wzrostu eksportu może zostać przytłumione przez mocniejsze ożywienie w imporcie. Oznacza to, że kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB może być relatywnie neutralna w tym roku. Ogólnie, **pozostajemy umiarkowanie optymistyczni co do perspektyw wzrostu na nadchodzące kwartały, oczekując wzrostu PKB na ok. 3% r/r**, tylko nieznacznie więcej niż w 2016 r.

■ Stopa inflacji CPI poszła mocno w górę na początku roku, częściowo ze względu na efekt bazy, ale również pod wpływem zmian cen paliw i żywności. W najbliższych miesiącach CPI może przekroczyć 2% r/r. Jednak wciąż **nie widzimy twardych dowodów na wzrost presji cenowej** i spodziewamy się, że po pewnej stabilizacji CPI może wrócić poniżej 2% r/r, a inflacja bazowa będzie powoli rosła z obecnego poziomu blisko zera.

■ Nie sądzimy, aby w takich okolicznościach bank centralny spieszył się z zacieśnieniem polityki pieniężnej. Po ostatnim posiedzeniu krajowa RPP ponownie złagodziła swoją retorykę, mimo że prognozy inflacji i PKB zostały podniesione, co potwierdza, że argumenty Rady są elastyczne i dostosowane do sytuacji. Nawet jeśli kolejne dane inflacyjne będą zaskakiwać w górę, to w naszej ocenie RPP będzie cierpliwa w swoim trybie oczekiwania. **W naszych prognozach zakładamy, że pierwsza podwyżka stóp może mieć miejsce dopiero pod koniec 2018 r.**

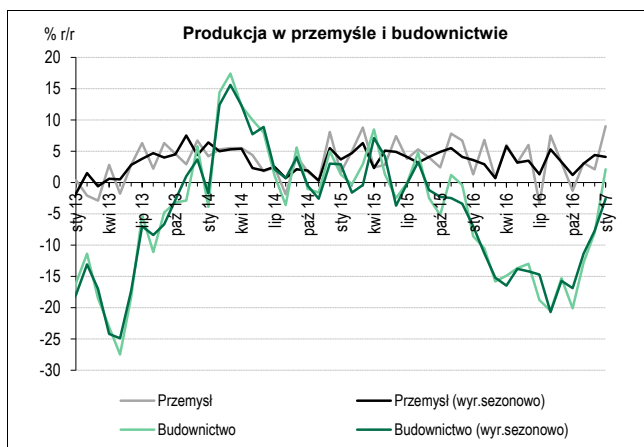
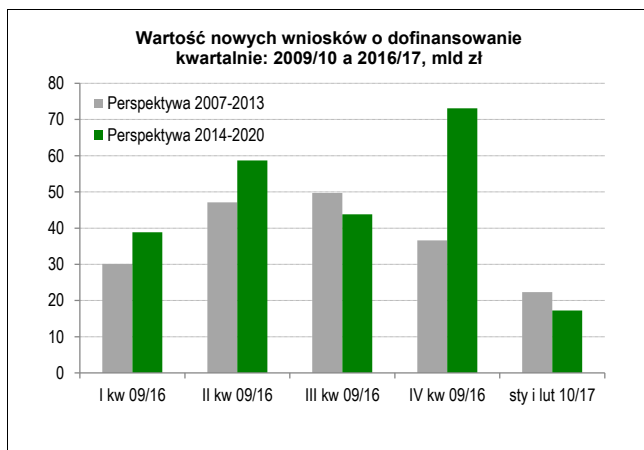
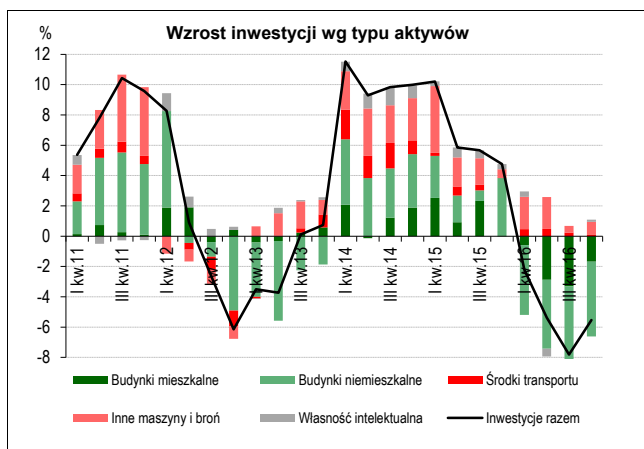
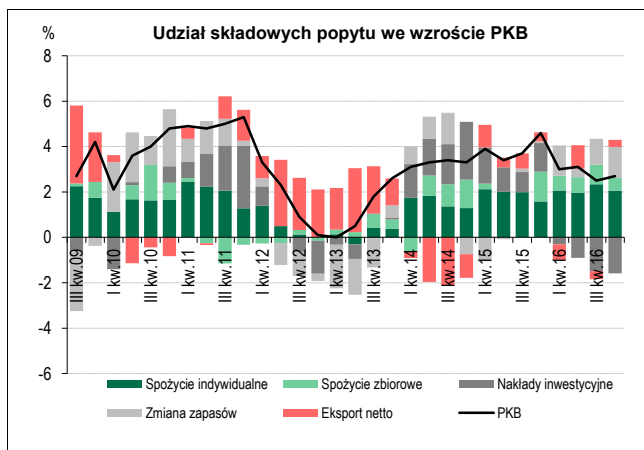
■ Mimo osłabienia na rynkach bazowych, polskie obligacje radziły sobie dość dobrze w ostatnich tygodniach. 10-letni spread do Bundu zawężał się do 326 pb, tj. najniższego poziomu od grudnia 2016. Choć percepcja ryzyka kraju nieco się poprawiła i obawy o zacieśnienie polityki pieniężnej spadły, **sądzimy, że są raczej małe szanse na spadek polskich rentowności**. Niepewność odnośnie wyników wyborów w Europie i perspektywy zagranicznej polityki pieniężnej mogą w naszej ocenie oznaczać trend boczny lub nawet ruch w górę rentowności. Jeśli chodzi o rynek walutowy, **wciąż spodziewamy się przejściowego osłabienia złotego**, na co wskazują czynniki techniczne i słabszy popyt na ryzykowne aktywa w obliczu politycznej niepewności w Europie. W dalszej części roku, kiedy tempo ożywienia gospodarczego przyspieszy, polska waluta powinna zyskać.

### Na rynku finansowym 10 marca 2017 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,3260
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,08	USDPLN	4,0761
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,74	CHFPLN	4,0281

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.03.2017 r.

## Gospodarka Polski



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

**Struktura wzrostu PKB w IV kw. 2016 r. bez szału**

▪ Tempo wzrostu PKB w IV kw. 2016 r. wyniosło 2,7% r/r i było zgodne ze wstępnym szacunkiem. Po oczyszczeniu z wahań sezonowych PKB wzrósł o 1,7% kw/kw, czyli najmocniej od 2007 r.

▪ Konsumpcja prywatna wzrosła o 4,2% r/r (najmocniej od 2008 r.) pozostając głównym motorem napędowym gospodarki. Popyt wspierany był przez dobrą sytuację na rynku pracy, program 500+ i wcześniejsze wypłaty dla rolników. Oczekujemy, że wzrost konsumpcji pozostanie solidny w całym 2017 r. Konsumpcja publiczna wzrosła o 2,7% r/r i jest to bardzo solidny odczyt biorąc pod uwagę wysoką bazę z IV kw. 2015. Na wynik w IV kw. 2016 wpłynęła decyzja Ministerstwa Finansów o przesunięciu części wydatków budżetowych z 2017 r. na grudzień 2016 w celu „wygładzenia” ścieżki deficytu budżetowego. Dodatni wpływ na PKB miała też solidna zmiana zapasów (dodała do rocznej dynamiki 1,4 pkt. proc.). Jest to jednak tymczasowy czynnik wzrostu. Niestety inwestycje nie zaskoczyły pozytywnie, chociaż odbiły do -5,8% r/r z -7,7% r/r w III kw. Eksport wzrósł o 8,6% r/r, import o 8,5% r/r, eksport netto dodał 0,3 pkt. proc. do tempa wzrostu PKB.

▪ Po stronie podażowej, wartość dodana w przemyśle urosła tylko o 2,7% r/r, ale budowlanka odbiła do -9,3% r/r z -16,5% r/r w III kw. Mocny dodatni wpływ na dynamikę PKB miały transport (+10,1% r/r, najmocniej od 2011) oraz handel (+0,8 pkt. proc., +5,8% r/r).

▪ Pewne ożywienie w inwestycjach jest pozytywnym sygnałem. Szczegółowe dane o podziale inwestycji wg typów aktywów pokazują jednak, że lepszy odczyt wynikał przede wszystkim z odbicia w mieszkaniówce (-11,6% r/r w IV kw. 2016 r. wobec -15,4% r/r w III kw.) podczas gdy poprawa w innych kategoriach była ledwie widoczna. Spodziewamy się stopniowej poprawy w inwestycjach w nadchodzących kwartałach, ale naszym zdaniem nie będzie ona gwałtowna. Sporo w tym temacie zależy od absorpcji środków UE i wygląda na to, że po przyśpieszeniu liczby wniosków o finansowanie w IV kw. 2016 r., I kw. 2017 r. był już raczej słaby (przynajmniej jeśli chodzi o styczeń i luty) W IV kw. miesięcznie składano wnioski na kwotę 24,4 mld zł i podpisywano umowy na kwotę 14,3 mld zł. W I kw. 2017 r. te liczby wynoszą odpowiednio 8,6 mld zł i 4,2 mld zł.

▪ Uważamy, że lepszy od oczekiwań PKB w IV kw. 2016 wcale nie oznacza poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego na 2017 r. Głównym źródłem pozytywnej niespodzianki było przesunięcie w czasie wydatków rządowych, które wg naszych szacunków podbiło dynamikę PKB w IV kw. o ok. 0,7 pkt. proc. To oznacza, że bez tego jednorazowego zabiegu tempo wzrostu gospodarczego w końcówce roku byłoby zbliżone do 2% r/r. Skoro jednak wydatki przesunięto, to oczywiście nie pojawią się już one w tym roku, co – przy pozostałych warunkach niezmiennych – sugeruje osłabienie dynamiki spożycia zbiorowego, prawdopodobnie w I i w IV kw. 2017 (efekt bazy).

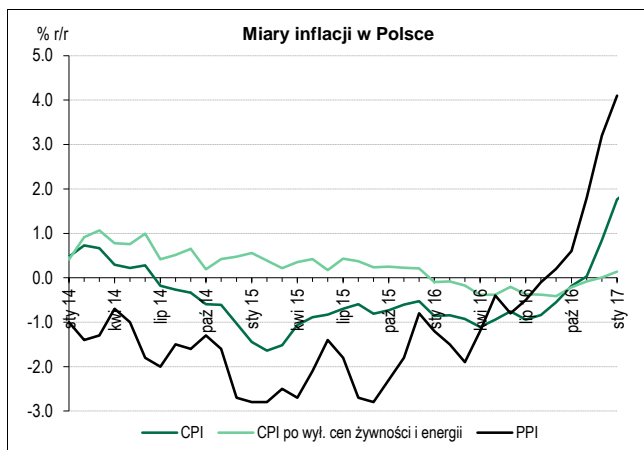
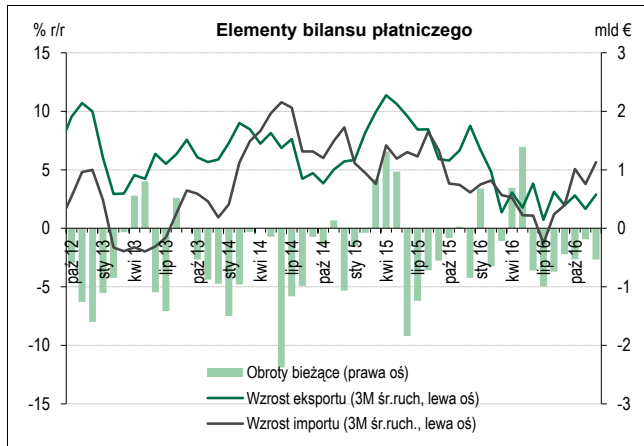
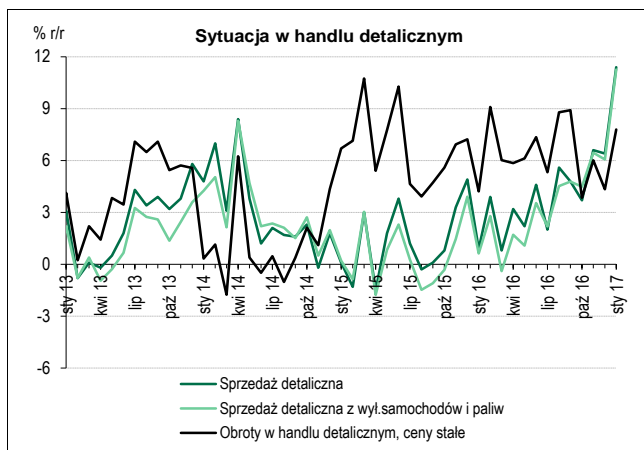
**Dane z początku I kw. 2017 powyżej oczekiwań**

▪ Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 9,0% r/r, przekraczając prognozy. Był to najszybszy wzrost od lutego 2011, co w dużym stopniu wynika z efektu kalendarzowego – w styczniu liczba dni roboczych była o 2 większa r/r. Niemniej, nawet po uwzględnieniu wpływu tego czynnika dane wskazują na wzrost aktywności w polskim przemyśle w ostatnich miesiącach – produkcja po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze jednorazowym i sezonowym wzrosła w styczniu o 4,1% r/r, najszybciej od sierpnia 2016.

▪ Większą niespodzianką była produkcja budowlano-montażowa, która wzrosła w styczniu o 2,1% r/r. Wyrównana sezonowo dynamika produkcji wyniosła -2,6% r/r, najwięcej od grudnia 2015.

▪ W lutym dynamiki produkcji w przemyśle i budownictwie zapewne się obniżą, ponieważ efekty kalendarzowe będą tym razem negatywne. Nie zmienia to jednak faktu, że bardzo dobre wyniki styczniowe zwiększają optymizm odnośnie do tempa wzrostu gospodarczego w I kw. Spodziewamy się, że wzrost PKB przyśpieszy stopniowo i średnio wyniesie ok. 3% r/r. Poprawa wskaźników gospodarczych na początku wspiera naszą prognozę i oznacza pewne ryzyko w górę.

## Gospodarka Polski



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

## Dane o handlu detalicznym sugerują silną konsumpcję

W styczniu sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym wzrosła o 9,6% r/r, czyli najszybciej od stycznia 2012 r. i znacznie mocniej od prognoz. Największym zaskoczeniem była bardzo mocna sprzedaż paliw (+17,2% r/r), która dodała aż 2,4 pp do sprzedaży detalicznej ogółem. Naszym zdaniem może to być rezultat wprowadzenia pakietu paliwowego, dzięki któremu rośnie sprzedaż paliw z legalnych źródeł. Niemniej, sprzedaż detaliczna z wyłączeniem paliw również przyspieszyła do 8,3% r/r z 6,0% r/r w grudniu.

Obroty w handlu detalicznym wzrosły w styczniu o 7,8% r/r i również odbiły w porównaniu do grudnia (4,3% r/r). Odczyt był tylko nieznacznie wyższy do średniego wzrostu w 2016 r. (6,3% r/r). Ta statystyka, w przeciwieństwie do sprzedaży detalicznej, obejmuje również małe sklepy.

Ogólnie dane o handlu detalicznym wskazują, że w 2017 r. konsumpcja pozostanie silna.

## Handel zagraniczny powyżej oczekiwań

Deficyt obrotów bieżących wyniósł w grudniu 533 mln €. Tymczasem deficyt za listopad został zrewidowany w dół, a w związku z tym skumulowany za 12-miesięcy deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 0,5% PKB w grudniu 2016 r. i jest to najniższy poziom od kiedy publikowane są dane (2004 r.). Dane o bilansie płatniczym za styczeń pokażą prawdopodobnie wysoką nadwyżkę salda obrotów bieżących ze względu na znaczący napływ środków z UE. Według Ministerstwa Finansów, transfery bieżące z UE do Polski wyniosły w styczniu 2,2 mld €, wobec 0,5 mld € średniomiesięcznie w 2016 r.

Eksport i import wzrosły w grudniu odpowiednio o 6,7% r/r i 9,0% r/r. Eksport wyniósł 14,615 mld € a import 14,766 mld €. Dane te zdają się potwierdzać, że zagraniczny popyt na polskie produkty ulega ożywieniu, co jest dobrym sygnałem na nadchodzące kwartały. Jednak spodziewamy się, że import będzie rósł szybciej od eksportu, m. in. pod wpływem silnego popytu konsumpcyjnego. Oznacza to, że deficyt obrotów bieżących może się pogłębić w 2017 r.

## CPI znacząco w górę

Inflacja CPI gwałtownie wzrosła w styczniu 2017 r. do 1,8% r/r z 0,8% r/r w grudniu 2016 r., mocniej od oczekiwań. Tym samym inflacja osiągnęła najwyższy poziom od 2012 r. i przekroczyła dolne ograniczenie dopuszczalnego pasma wahań wokół celu NBP (2,5%  $\pm$  1 pp). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,4%, głównie w wyniku silnego wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych (+1,8% m/m; silniejszy wzrost cen żywności w styczniu zanotowano poprzednio w 1996 r.!).

Silny wzrost cen żywności był skutkiem drożejących świeżych owoców, warzyw i mąki pszennej. W pewnym stopniu może to być efekt srogiej zimy, która negatywnie wpłynęła na zbiory warzyw w południowej Europie. Czynnikiem ten może okazać się krótkotrwały, gdyż na przełomie lutego i marca pogoda poprawiła się. Ogólnie, mimo nieco wyższego od prognoz odczytu CPI, obniżyliśmy naszą prognozę styczniowej inflacji bazowej do 0,1% r/r.

W marcu GUS opublikuje zmieniony koszyk inflacyjny. Naszym zdaniem zmiana ta będzie miała niewielki wpływ na CPI: negatywny w pierwszej połowie roku, pozytywny w drugiej. Oczekujemy najbardziej istotnego wpływu na dane grudniowe, tj. ok. 0,03 pp.

Oczekujemy, że inflacja będzie rosła w najbliższych miesiącach w wyniku niskiej bazy statystycznej oraz szybszego od prognoz wzrostu cen żywności: w lutym CPI wyniesie ok. 2% r/r, przekraczając ten poziom w kolejnych miesiącach. Wzrost cen żywności i paliw będzie determinował dynamikę wzrostu CPI. Tymczasem inflacja bazowa będzie prawdopodobnie rosła wolniej w tym roku ze względu na brak sygnałów presji inflacyjnej.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty marcowego komunikatu RPP

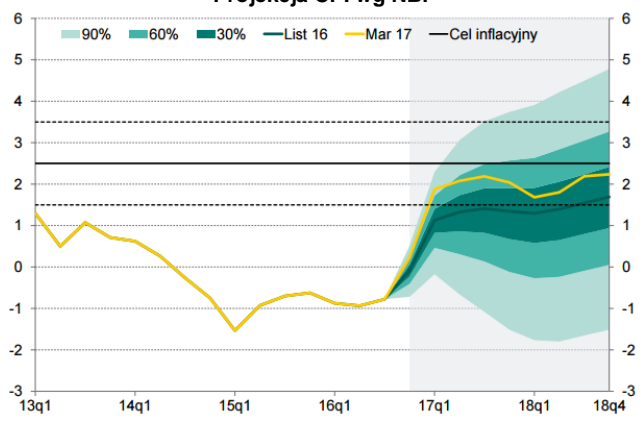
Wzrost aktywności gospodarczej na świecie jest nadal umiarkowany, przy czym w wielu gospodarkach utrwalają się sygnały poprawy koniunktury. W strefie euro wzrost gospodarczy jest stabilny, czemu towarzyszą bardzo dobre nastroje w przemyśle. (...)W ostatnich miesiącach inflacja w wielu krajach istotnie wzrosła. Przyczynił się do tego głównie wzrost cen surowców na rynkach światowych, który jednak wyhamował w ostatnim okresie. Jednocześnie niska presja popytowa w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro, ogranicza wzrost inflacji i sprawia, że inflacja bazowa kształtuje się na niskim poziomie.

W Polsce w IV kw. ub.r. tempo wzrostu gospodarczego było nieco wyższe niż w poprzednim kwartale. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych. Jednocześnie zmniejszył się spadek inwestycji, do czego przyczyniło się większe wykorzystanie środków unijnych. Bieżące dane, w tym dane o produkcji i sprzedaży detalicznej oraz rynku pracy, sygnalizują kontynuację poprawy koniunktury.

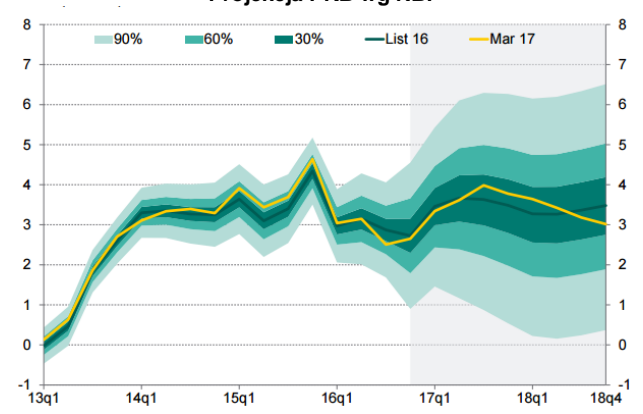
Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce wyraźnie wzrosła w ostatnich miesiącach. Przyczyniły się do tego głównie wyższe ceny surowców na światowych rynkach, a więc czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Inflacja bazowa jest nadal zbliżona do zera, co wskazuje na utrzymującą się niską presję popytową. Mimo rosnącego zatrudnienia i płac, wciąż umiarkowana jest także dynamika jednostkowych kosztów pracy. W ocenie Rady, po istotnym wzroście w pierwszych miesiącach roku, inflacja ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Stabilizacji dynamiki cen w kolejnych kwartałach będzie sprzyjać wygasanie efektów wyższych cen surowców na rynkach światowych, przy jedynym stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury. W efekcie ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

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 CPI wg NBP



Projekcja PKB wg NBP



Źródła: NBP, BZ WBK

### RPP nie będzie się spieszyła z podwyżkami stóp

▪ RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian w marcu. Stopa referencyjna wynosi nadal 1,50%. Ton komunikatu RPP nie uległ znaczącym zmianom i pozostał gołębi, zgodnie z naszymi oczekiwaniami i pomimo faktu, że ścieżka inflacyjna jest wyraźnie wyżej niż w listopadowej projekcji (szczegóły poniżej).

▪ Członkowie RPP obecni w czasie konferencji prasowej (Hardt, Gatnar) powiedzieli, iż nie martwią się faktem, że okres ujemnych realnych stóp procentowych może być dłuższy niż wcześniej się spodziewali. Prezes NBP Adam Glapiński powtórzył kilkakrotnie swoją wcześniejszą opinię, że nie widzi podstaw do rozważania zmiany stóp procentowych do końca tego roku. Co więcej, Glapiński dodał, że jeśli utrzymają się tendencje zgodne z przyjętymi w najnowszej projekcji, to jego zdaniem nie będzie podstaw do zacieśniania polityki monetarnej również w 2018 r. W podobnym tonie, nieco później, wypowiedział się członek RPP Jerzy Żyżyński.

▪ W sumie, sądzimy że zarówno ton komunikatu jak i wypowiedzi członków Rady w trakcie konferencji prasowej potwierdziły wyraźnie, że RPP nie będzie się spieszyła z zacieśnieniem polityki pieniężnej, o ile nie nastąpi bardzo mocne zaskoczenie po stronie tendencji inflacyjnych. Według nas, pierwsza podwyżka stóp procentowych w Polsce raczej nie nastąpi wcześniej niż pod koniec 2018 r., szczególnie jeśli inflacja ustabilizuje się w przyszłym roku (zgodnie z nową projekcją NBP, ale też naszą prognozą). Nie oznacza to, że wcześniej nie będzie dyskusji nt. zacieśnienia polityki pieniężnej, ale w naszej ocenie większość członków RPP nie będzie chciała zbyt wcześnie naciskać na hamulec, aby nie osłabiać wzrostu gospodarczego.

### Nowa projekcja pokazała wyższą ścieżkę CPI

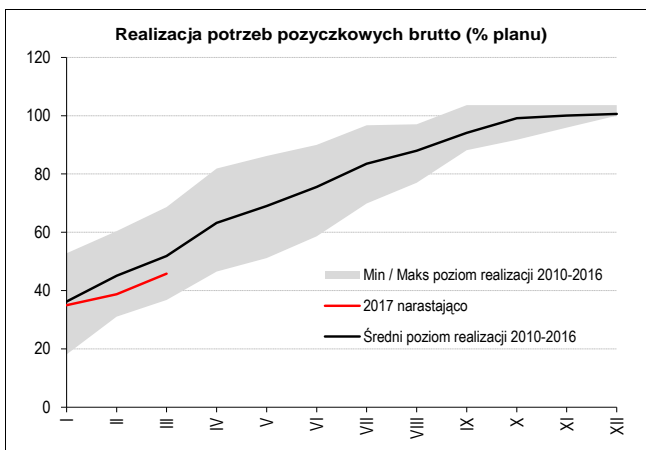
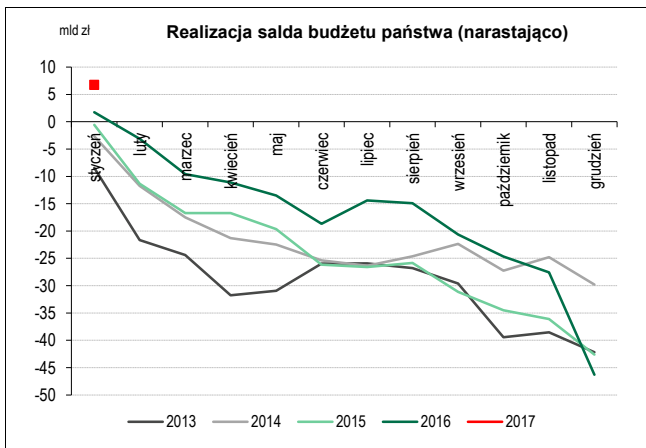
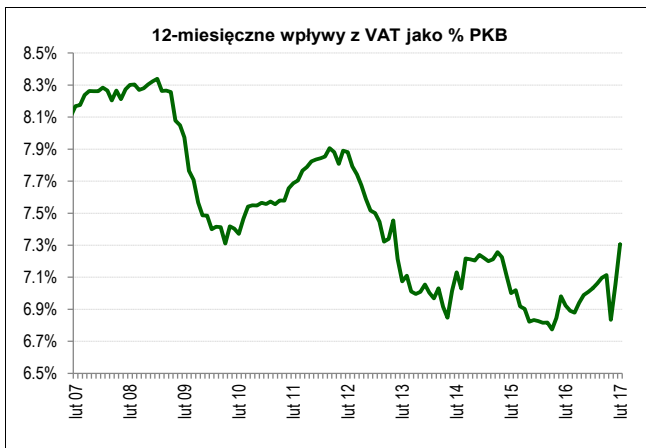
▪ Nowe prognozy gospodarcze przygotowane przez NBP pokazały wyższą ścieżkę inflacji i raczej niezmienną ścieżkę wzrostu PKB w porównaniu do listopadowych prognoz. Centralna projekcja inflacji CPI poszła w górę o 0,7 pp w 2017 r. (do ok. 2%) i o 0,5 pp w 2018 r. (do 2%), podczas gdy centralna projekcja na 2019 r. jest na poziomie 2,3%. Rewizja w górę na 2017 r. wynikała z wyższych ścieżek inflacji bazowej, żywności i energii. Średnia inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności jest prognozowana na poziomie 0,9% w 2017 r. oraz 1,5% w 2018 r. Nowa projekcja podważa zatem niedawne przekonanie członków RPP, że inflacja wkrótce spadnie z powrotem poniżej 1,5%. Z drugiej strony, projekcja pokazała, że w 2018 r. wskaźnik CPI raczej ulegnie stabilizacji niż będzie rósł i że perspektywa osiągnięcia celu 2,5% jest wciąż dość odległa. Wg NBP prawdopodobieństwo, że inflacja przekroczy 2,5% w IV kw. 2019 r. wynosi 49%.

▪ Prognoza PKB na 2017 r. została podniesiona do 3,7% z 3,6%, a na 2018 pozostała na 3,3%. NBP zakłada, że bieżący rok przyniesie silne odbicie w inwestycjach – z ok. 0% r/r w I kw. 2017 r. do dwucyfrowego wyniku w IV kw. 2017 r., łącznie o 6% w całym roku. Wg nas, odbicie w inwestycjach będzie mniej okazałe. Zdaniem NBP, konsumpcja prywatna pozostanie głównym motorem wzrostu. Niedobór rąk do pracy przyczyni się do wolniejszego wzrostu zatrudnienia, co z kolei będzie wspierać wzrost płac (tempo może osiągnąć 6% na przełomie roku).

### Depozyty gospodarstw domowych spowolniły

▪ Styczeniowe dane o podaży pieniądza pokazały wolniejsze tempo wzrostu kredytów dla firm (2,2% r/r wobec 3,9% r/r w grudniu, po korekcie kursowej). Było to wynikiem spowolnienia w kredytach inwestycyjnych (do 7,3% r/r z 11,8% r/r w grudniu) z powodu wysokiej bazy sprzed roku. Dynamika łącznych kredytów dla gospodarstw domowych ustabilizowała się na 4,2% r/r. Depozyty dla firm wzrosły o 8,4% r/r z 8,0% r/r w grudniu, podczas gdy dla gospodarstw domowych zanotowano spowolnienie do 8,6% r/r z 9,2% r/r. Wg nas, przyczyną tego drugiego zjawiska mógł być odpływ gotówki do innych klas aktywów, głównie na rynek giełdowy.

## Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.03	zmiana od 10.02.17	zmiana od 30.12.16	10.03	zmiana od 10.02.17	zmiana od 30.12.16
Polska	327	-23	-12	71	-2	-8
Czechy	30	13	-7	42	0	-1
Węgry	328	-4	23	116	-4	-10
Grecja	676	-26	-17	885	-111	-90
Hiszpania	141	5	20	61	-13	-11
Irlandia	69	-7	12	55	-10	-6
Portugalia	357	-19	1	231	-39	-29
Włochy	188	-5	26	131	-30	-11
Francja	65	-6	16	30	-12	-4
Niemcy	-	-	-	17	-3	-3

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

### Wpływy z VAT na wysokim poziomie na początku roku

Ministerstwo Finansów poinformowało, że po styczniu nadwyżka budżetowa wyniosła ok. 6,75 mld zł i był to najlepszy wynik jaki osiągnięto w styczniu do tej pory. Dochody budżetowe wyniosły prawie 37 mld zł i stanowiły 11,4% planu na ten rok, podczas gdy wydatki budżetowe ukształtowały się na poziomie 30,2 mld zł, tj. prawie 8% planu. W porównaniu do stycznia 2016 r. wzrost dochodów odnotowano we wszystkich kategoriach, przy czym najbardziej wzrosły dochody podatkowe z VAT (o 25,3% r/r, tj. o 4,4 mld zł), co mogło być efektem przyspieszenia zwrotów z podatku VAT.

Według Pulsu Biznesu wpływy z podatku VAT po dwóch miesiącach tego roku były o ok. 40% wyższe niż przed rokiem. Tak dobry wynik to efekt kilku czynników: przyspieszonych zwrotów VAT z grudnia, dobrej koniunktury i szybko rosnącej konsumpcji, a także likwidacji kwartalnych rozliczeń VAT od stycznia br. (obecnie firmy muszą rozliczać VAT w ujęciu miesięcznym). Wzrost wpływów podatkowych w kolejnych miesiącach nie będzie już tak imponujący, ale wykonanie budżetu centralnego w tym roku nie jest zagrożone.

### Realizacja potrzeb pożyczkowych blisko 50%

Na koniec lutego Ministerstwo Finansów uplasowało na rynku pierwotnym obligacje o wartości ok. 30 mld zł, tj. 78% wartości podaży SPW zaplanowanej na I kw. Zgłaszany na aukcjach popyt był solidny i koncentrował się na długoterminowych obligacjach (głównie na 10-letnim benchmarku DS0727). To umożliwiło m.in. uplasowanie obligacji po cenach na poziomie z rynku wtórnego, a nawet nieco wyższej.

Zgodnie z oczekiwaniami plan emisji na marzec jest ograniczony, gdyż ministerstwo zaplanowało tylko dwie aukcje, tzn. aukcję zmiany i aukcję regularną z ofertą SPW na poziomie 3-5 mld zł. Przetarg zamiany można zaliczyć do bardzo udanych – resort finansów odkupił dług zapadający w 2017 r. za 4,77 mld zł i sprzedał obligacje za łącznie 5,24 mld zł. Podobnie jak poprzednio popyt skoncentrował się na długim końcu – resort pozyskał 2,24 mld zł tylko ze sprzedaży DS0727. W efekcie po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 46%.

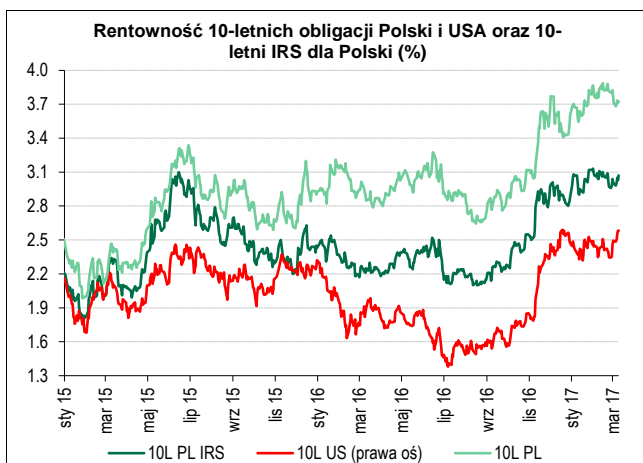
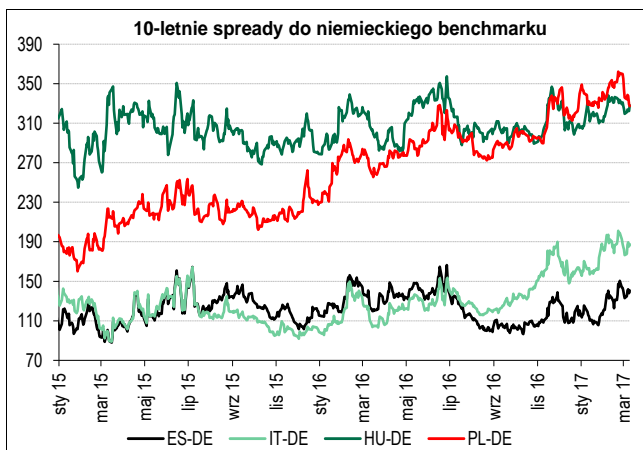
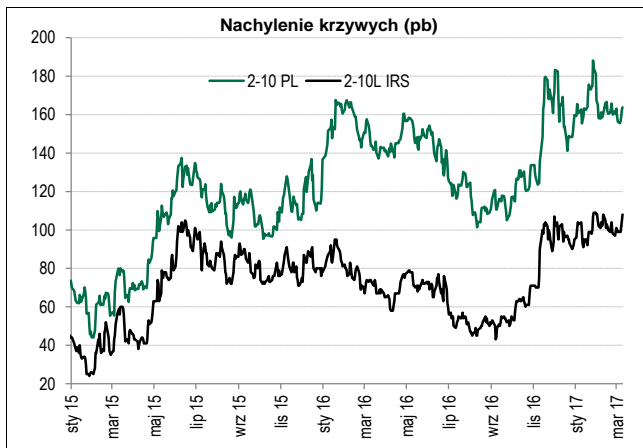
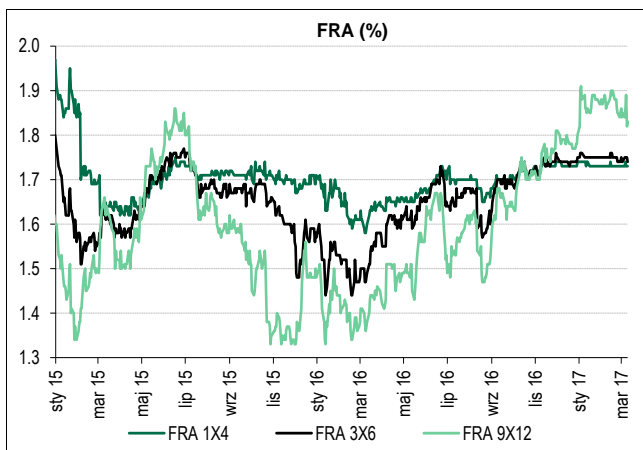
Uważamy, że do końca marca Ministerstwo Finansów może sfinansować ok. 50% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto. Ten poziom nie jest zbyt odległy od średniej realizacji za poprzednie dwa lata (ok. 54,5%).

### Czynniki polityczne wpłyną na zachowanie inwestorów

Na początku marca rentowności obligacji na rynkach bazowych peryferii wzrosły dość znacząco po lutowych spadkach o 15-35pb oraz o ok. 70pb w przypadku greckiej 10-latkii. Wzrost ten wynikał z wielu czynników, włączając realizację zysków, zbliżające się posiedzenie FOMC oraz wybory w Holandii. Niemniej rynek nieco odreagował po marcowym posiedzeniu EBC. Tymczasem premia za ryzyko dla długu peryferii zmniejszyła się dość istotnie, po znaczącym wzroście w lutym.

W naszej oceni, obawy o rozwój sytuacji na scenie politycznej w Europie może przyczynić się do wzrostu zmienności na rynku i utrzymać spread pomiędzy rentownościami obligacji krajów peryferyjnych a 10-letnim Bundem na podwyższonym poziomie. Wynik wyborów w Holandii (15 marzec) oraz sondaże dotyczące poparcia partii politycznych we Francji wyznaczą kierunek rynkowy w krótkim terminie. Decyzja FOMC będzie również istotna dla nastrojów rynkowych. Rynek w pełni wycenia podwyżkę stop o 25 pb przez Fed w tym miesiącu, dlatego też możliwość dalszego wzrostu rentowności w przypadku realizacji takiego scenariusza jest ograniczone. Z drugiej strony brak podwyżki stóp w USA będzie bardzo dużą pozytywną niespodzianką dla rynku długu globalnego.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

### Doskonale początek marca ...

▪ Początek marca przyniósł widoczny spadek rentowności krajowych obligacji, co było kontynuacją trendu zapoczątkowanego w lutym. Środek i długi koniec krzywej zyskały najmocniej, podczas gdy krótki koniec pozostał względnie stabilny. W przypadku rynku IRS, stawki pozostały względnie stabilne na początku marca po dość znaczącym spadku w lutym (o 5-15 pb wzdłuż krzywej, przy czym największe spadki dotyczyły długiego końca krzywej). To było mniej więcej zgodne z tendencjami obserwowanymi na rynkach bazowych i peryferyjnych. Z drugiej strony reakcja rynku na krajowe dane była ograniczona i krótkotrwała. Decyzja RPP na marcowym posiedzeniu utrzymująca stopy na niezmiennym poziomie oraz retoryka Rady (wciąż dość gołębia) były raczej neutralne dla rynku.

▪ Na początku marca krzywa obligacji spłaszczyła się, a spread 2-10L zawężił się do 155 pb (na chwilę). Tymczasem premia za ryzyko mierzona spreadem wobec niemieckich obligacji spadła nieco poniżej 330 pb (najniższej od grudnia 2016 r.). Z drugiej strony rynek długu zyskał mocniej niż IRS, co spowodowało zawężenie asset swap spreadów po ich znaczącym rozszerzeniu w lutym (do 66 pb z 85 pb na koniec lutego).

▪ Na rynku pieniężnym, podobnie jak w poprzednich miesiącach, istotne zmiany zaszły na rynku FRA. Na początku marca inwestorzy skorygowali swoje oczekiwania dotyczące przyszłej polityki monetarnej przez RPP. Krzywa FRA przesunęła się w dół, głównie na długim końcu krzywej, co w efekcie przesunęło termin pierwszej podwyżki stóp tymczasowo na czerwiec 2018 r.

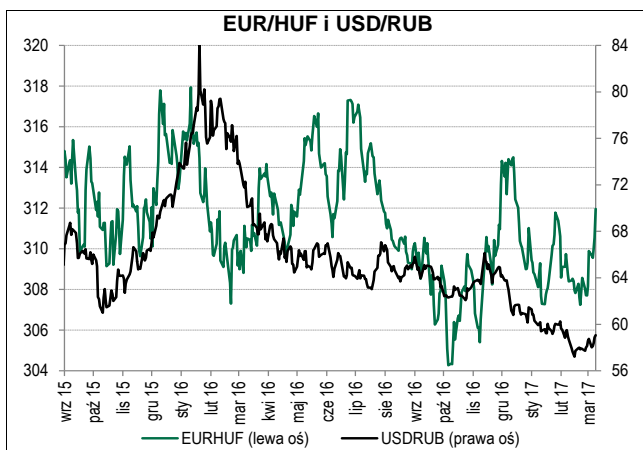
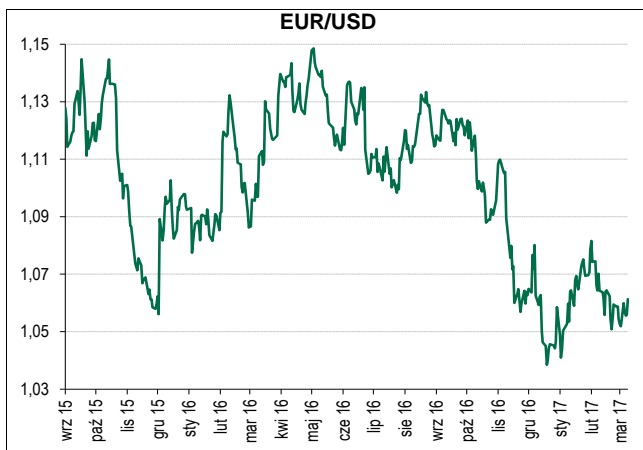
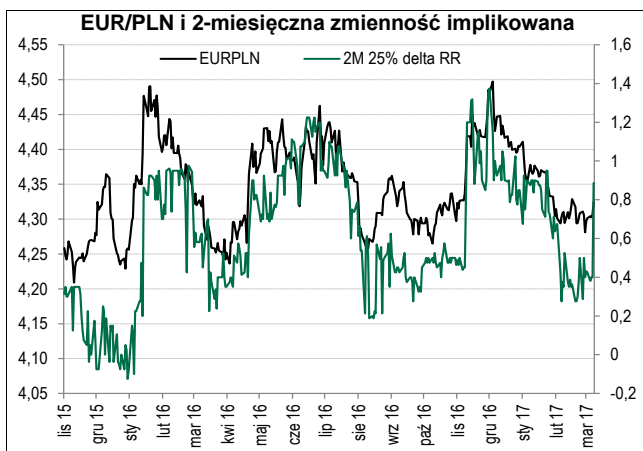
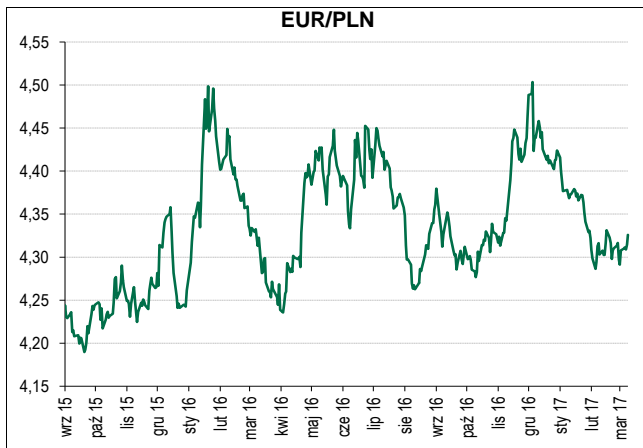
### ... ale trend spadkowy stracił już na sile

▪ Oczekujemy, że stawki rynku pieniężnego pozostaną względnie stabilne w nadchodzących miesiącach. Jest wiele czynników wspierających taki scenariusz, w tym deklaracja RPP, że stopy pozostaną stabilne do końca roku a nawet dłuższej (do końca 2018 r.) jeśli sytuacja makro znacząco się nie zmieni od bieżącej projekcji. Po drugie retoryka RPP sugeruje, że Rada nie będzie się martwiła tym, że okres ujemnych realnych stóp procentowych może okazać się dłuższy niż wcześniej oczekiwano. Ogólnie oczekujemy, że stawki WIBOR pozostaną stabilne, podczas gdy FRA będą silnie zależne od napływających danych makro. W naszej ocenie odczyty za luty nie będą już tak imponujące w porównaniu do poprzedniego miesiąca, co może pchnąć stawki FRA w dół.

▪ Krótki koniec krzywych, podobnie jak rynek pieniężny, pozostanie wrażliwy na krajowe wydarzenia. Wzrost inflacji do 2% r/r (a może i nieco powyżej) jest oczekiwany i raczej nie wpłynie na zmianę retoryki RPP. W związku z tym oczekujemy konsolidacji rentowności 2-latk, blisko bieżącego poziomu.

▪ Środek i długi koniec krzywych, podobnie jak w poprzednich miesiącach pozostaną bardziej zmienne, silnie zależne od czynników zewnętrznych. Obecnie rynek skierował swoją uwagę na posiedzenie Fed oraz wybory w Holandii (oba wydarzenia 15 marca), a także na wybory prezydenckie we Francji (23 kwietnia). Brak podwyżki stóp przez FOMC będzie pozytywne dla rynku długu globalnie, ale taki scenariusz jest mało prawdopodobny. Oczekujemy, że reakcja rynku na podwyżkę stóp przez Fed będzie umiarkowana, gdyż taki scenariusz jest już w pełni dyskutowany. Rosnące ryzyko polityczne w Europie będzie dodawało zmienności rynkowi. Podczas gdy wyniki wyborów w Holandii mogą znaleźć się w cieniu posiedzenia FOMC, to jednak inwestorzy reagują na zmieniające się wyniki sondaży dotyczące poparcia dla kandydatury Marine Le Pen na prezydenta Francji. Trend spadkowy rentowności i stawek IRS stracił na sile, dlatego też korekcyjny spadek rentowności nie powinien być już znaczący i raczej krótkotrwały. Sądzymy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest konsolidacja, a nawet lekki wzrost rentowności.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

## Kolejne przesłanki za osłabieniem złotego

▪ W lutym złoty pozostał relatywnie stabilny do euro (w pobliżu 4,31), dolara (blisko 4,05), franka (ok. 4,04) oraz funta (nieдалеко 5,05). Miesiąc temu sugerowaliśmy, że potencjał do dalszego umocnienia krajowej waluty jest ograniczony i od tamtego czasu nie zyskała ona pomimo kontynuacji wzrostów na giełdach, umocnienia polskich obligacji czy solidnych danych makro z polskiej gospodarki, które w naszej ocenie potwierdziły, że dołek spowolnienia już za nami.

▪ W poprzednim raporcie wskazywaliśmy, iż naszym zdaniem ostatni impuls aprecjacyjny złotego był nadmierny. Teraz, po miesiącu stabilizacji kursu chcemy zwrócić uwagę, że 1- i 2-miesięczna zmienność implikowana osiągnęły lokalne dołki (jak widać na drugim wykresie). W przeszłości z poziomów tych rozpoczął się wzrost zmienności, czemu towarzyszył ruch w górę kursu EURPLN. Warto też zauważyć, że okresy stabilizacji zmienności na niskim poziomie były krótkie i być może wzrost o którym piszemy powyżej właśnie się rozpoczyna i EURPLN już niebawem również w szybszym tempie podąży na północ.

▪ W połowie marca w Holandii odbędą się wybory parlamentarne i partie przeciwne euro mają duże poparcie. Naszym zdaniem, niepewność odnośnie przyszłego kształtu europejskiej sceny politycznej może skłonić inwestorów do realizacji zysków z ostatnich wzrostów na giełdach, co może być negatywne dla złotego. Jednocześnie, mimo ostatniego szybkiego wzrostu inflacji krajowa RPP wydaje się nie spieszyć z podwyżkami stóp, które mogłyby być korzystne dla krajowej waluty.

▪ Ogólnie, wydaje nam się, że szanse na powrót do spadków kursu EURPLN są niewielkie i w którym okresie widzimy ryzyko słabszego złotego. W dalszej części roku krajowa waluta powinna zyskiwać wraz z zyskującym na sile odbiciem gospodarczym.

## Uwaga na 15 marca

▪ EURUSD pozostawał w trendzie bocznym w pobliżu 1,055 przez większą część minionego miesiąca. Dane z USA były raczej dobre, a komentarze członków FOMC brzmiały całkiem jastrzębio, ale nie wystarczyło to, by na trwale umocnić dolara. Jednocześnie, obawy o europejską scenę polityczną w kontekście zbliżających się wyborów w Holandii, Francji i Niemczech nie osłabiły za bardzo euro.

▪ Najważniejsze wydarzenia dla EURUSD w najbliższym czasie to wybory parlamentarne w Holandii i decyzja FOMC ws. stóp – oba będą miały miejsce 15 marca. Wg Bloomberga, rynek wycenił już podwyżkę stóp Fed w marcu o 25 pb (i kolejne dwie w dalszej części roku), więc taka decyzja nie powinna wesprzeć dolara i EURUSD może wzrosnąć na fali odreagowania na świecie. Skala potencjalnego ruchu w górę może być jednak ograniczona przez wyniki holenderskich wyborów. Obecnie sondaże wskazują, że poparcie dla partii jest mocno rozdrobnione i trudno może być utworzyć rząd, niezależnie kto wygra.

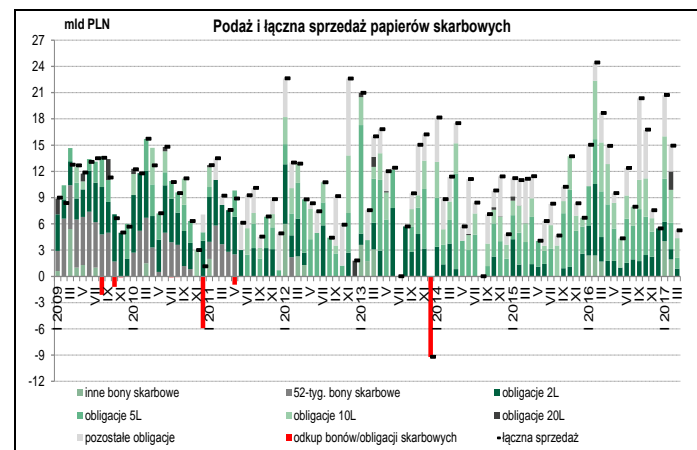
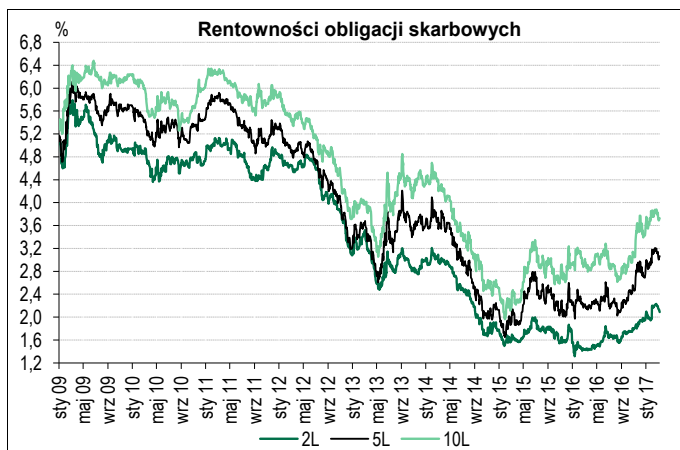
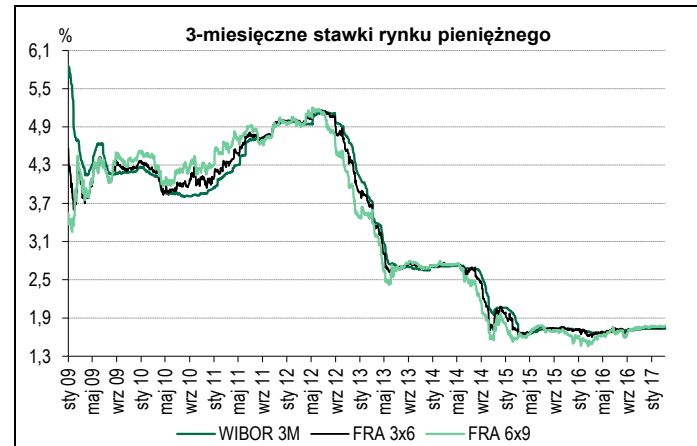
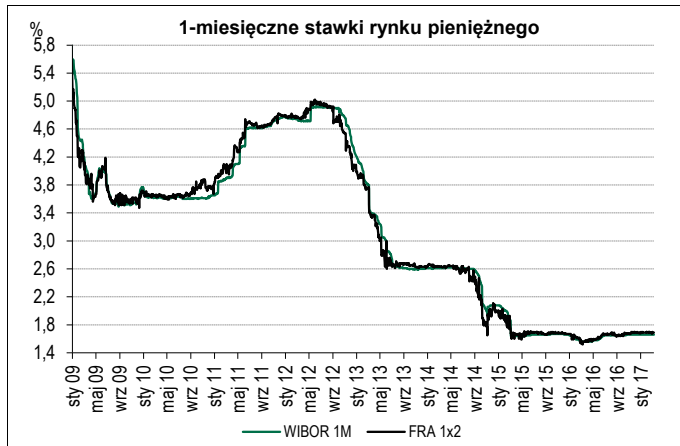
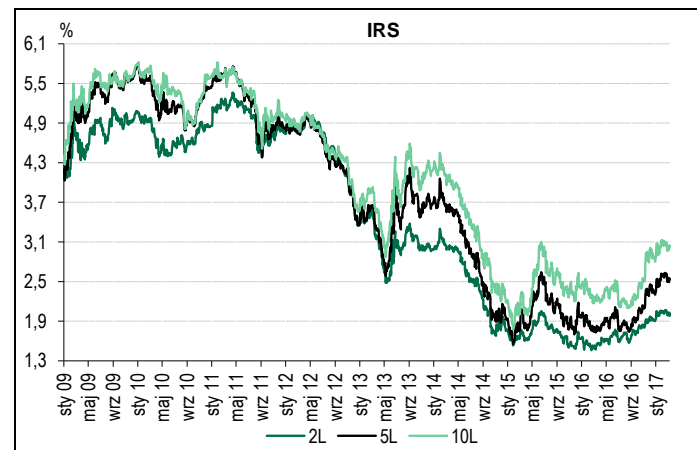
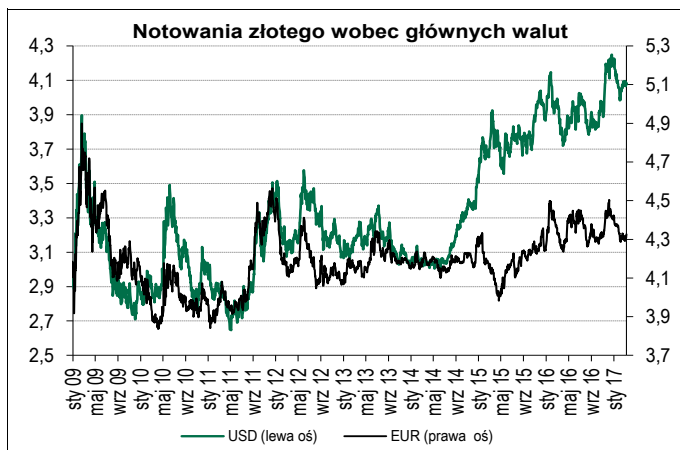
▪ Nie zmieniamy naszych prognoz kursu EURUSD.

## Rubel i forint mogą być pod presją

▪ W lutym USDRUB próbował kontynuować ruch spadkowy, ale brak dalszych zwyżek cen ropy i skup walut obcych prowadzony przez rosyjskie ministerstwo finansów powtrzymały rubla przed dalszym umocnieniem. Kurs osiągnął w prawdzie nowe roczne minimum na 56,54, ale na początku marca był już powyżej 59. W naszej ocenie rosyjska waluta może przynajmniej w krótkim terminie pozostać pod presją.

▪ EURHUF też nie uległ dużym zmianom w zeszłym miesiącu i kurs pozostał w przedziale 307-312. Węgierski bank centralny (MNB) powtórzył, że jest gotowy poluzować politykę pieniężną jeśli będzie taka potrzeba, a dane o PKB za IV kw. na Węgrzech rozczarowało, co nie pozwoliło forintowi korzystać z dobrego nastroju panującego na rynku. Widzimy ryzyko deprecjacji węgierskiej waluty w krótkim terminie.

## 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
Marzec '16	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			
lutym	2.02	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	5964,3	16.02	OK/PS/WZ/DS/WS/IZ	3000-7000	7000,2			
marzec	23.03	OK/PS/WZ/DS	3000-5000						02.03	PS0417/OK0717/DS1017	OK/PS/WZ/DS

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>13 marca</b>	<b>14</b> <i>PL: CPI (II)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (II)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (I) DE: Indeks ZEW (III)	<b>15</b> <i>PL: Inflacja bazowa (II)</i> CZ: Produkcja przemysłowa (I) US: CPI (II) US: Sprzedaż detaliczna (II) US: Decyzja FOMC	<b>16</b> <i>PL: Bilans płatniczy (I)</i> <i>PL: Płace i zatrudnienie (II)</i> EZ: HICP (II) US: Rozpoczęcie budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę (II) US: Indeks Philly Fed (III)	<b>17</b> <i>PL: Produkcja przemysłowa (II)</i> <i>PL: PPI (II)</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (II)</i> US: Produkcja przemysłowa (II) US: Wstępny Michigan (III)
<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b> US: Sprzedaż domów (II)	<b>23</b> <i>PL: Stopa bezrobocia (II)</i> <i>PL: Minutes RPP</i> US: Sprzedaż nowych domów (II)	<b>24</b> DE: Wstępny PMI – przemysł (III) EZ: Wstępny PMI – przemysł (III) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (II)
<b>27</b> DE: Indeks Ifo (III)	<b>28</b> HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (III)	<b>29</b> US: Niezakończona sprzedaż domów (II)	<b>30</b> CZ: Decyzja banku centralnego US: Trzeci szacunek PKB (IV kw.)	<b>31</b> <i>PL: Wstępny CPI (III)</i> CZ: PKB (IV kw.) EZ: Wstępny HICP (III) US: Dochody osobiste (II) US: Wydatki konsumentów (II) US: Indeks Michigan (III)
<b>3 kwietnia</b> <i>PL: PMI – przemysł (III)</i> DE: PMI – przemysł (III) EZ: PMI – przemysł (III) US: ISM – przemysł (III)	<b>4</b> US: Zamówienia przemysłowe (II)  <i>PL: PKB (IV kw.)</i>	<b>5</b> <i>PL: Decyzja RPP</i> DE: PMI – usługi (III) EZ: PMI – usługi (III) US: ISM – usługi (III) US: Raport ADP (III) US: Minutes FOMC	<b>6</b> DE: Zamówienia przemysłowe (II) CZ: Produkcja przemysłowa (II)	<b>7</b> DE: Produkcja przemysłowa (II) DE: Eksport (II) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Stopa bezrobocia (III)
<b>10</b> CZ: CPI (III)	<b>11</b> <i>PL: CPI (III)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (II) DE: Indeks ZEW (IV) HU: CPI (III)	<b>12</b> <i>PL: Inflacja bazowa (III)</i>	<b>13</b> <i>PL: Bilans płatniczy (II)</i> US: Wstępny Michigan (IV)	<b>14</b> <i>PL: Podaż pieniądza (III)</i> US: CPI (III) US: Sprzedaż detaliczna (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	13						
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	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

		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	mar 17
PMI	pkt.	52.8	53.8	51.0	52.1	51.8	50.3	51.5	52.2	50.2	51.9	54.3	54.8	54.2	53.5
Produkcja przemysłowa	% r/r	6.8	0.7	6.0	3.2	6.0	-3.4	7.5	3.2	-1.3	3.1	2.1	9.0	0.8	5.9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10.5	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3	-20.1	-12.8	-8.0	2.1	-3.5	2.4
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3.9	0.8	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6	4.8	3.7	6.6	6.4	11.4	9.1	8.2
Stopa bezrobocia	%	10.2	9.9	9.4	9.1	8.7	8.5	8.4	8.3	8.2	8.2	8.3	8.6	8.5	8.2
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3.9	3.3	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9	3.6	4.0	2.7	4.3	3.9	4.1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2.5	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2	3.1	3.1	3.1	4.5	4.5	4.3
Eksport (w euro)	% r/r	5.4	0.0	4.0	1.4	6.0	-5.2	9.2	2.7	-2.3	4.7	6.7	15.5	3.8	6.8
Import (w euro)	% r/r	7.4	0.9	0.0	2.5	0.8	-6.9	10.8	3.1	2.1	6.2	9.0	16.7	10.1	3.3
Bilans handlowy	mIn EUR	200	337	487	375	641	-327	-409	2	-128	151	-151	354	-688	895
Rachunek bieżący	mIn EUR	-652	-217	691	1,392	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	2,079	-887	551
Rachunek bieżący	% PKB	-0.5	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-3.1	-9.6	-11.1	-13.5	-18.7	-14.4	-14.9	-20.6	-24.6	-27.6	-46.3	6.7	2.0	-3.0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	5.7	17.5	20.3	24.6	34.1	26.3	27.3	37.7	45.0	50.4	84.6	-11.4	-3.4	5.1
Inflacja (CPI)	% r/r	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.8	1.8	2.0	2.0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1.5	-1.9	-1.2	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.6	1.8	3.2	4.1	4.6	5.2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10.1	9.1	11.6	11.6	11.4	10.7	10.1	9.4	8.7	9.7	9.6	8.5	8.3	8.2
Zobowiązania	% r/r	10.4	9.4	11.6	11.8	11.3	10.6	9.9	9.1	8.7	9.6	9.1	8.2	7.7	7.6
Należności	% r/r	5.8	4.4	6.7	5.0	4.6	4.7	3.7	3.7	3.9	4.8	4.7	3.4	3.1	3.6
EUR/PLN	PLN	4.40	4.29	4.31	4.41	4.40	4.40	4.30	4.32	4.31	4.39	4.44	4.37	4.31	4.33
USD/PLN	PLN	3.96	3.87	3.80	3.90	3.92	3.98	3.84	3.86	3.91	4.07	4.20	4.11	4.05	4.11
CHF/PLN	PLN	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	4.00
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	%	1.69	1.67	1.67	1.67	1.69	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
Rentowność obligacji 2L	%	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	2.10
Rentowność obligacji 5L	%	2.26	2.18	2.25	2.24	2.38	2.24	2.14	2.26	2.43	2.74	2.80	2.94	3.15	3.10
Rentowność obligacji 10L	%	3.03	2.88	2.95	3.04	3.11	2.89	2.71	2.85	3.01	3.41	3.55	3.69	3.82	3.75

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

<sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> 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	1,852.5	1,942.2	428.3	449.4	453.4	521.4	447.7	471.1	476.7	546.7
PKB	% r/r	3.3	3.9	2.8	2.9	3.0	3.1	2.5	2.7	2.7	2.9	3.3	2.8
Popyt krajowy	% r/r	4.7	3.4	2.8	2.9	3.9	2.2	2.9	2.4	2.7	3.1	3.1	2.8
Spożycie indywidualne	% r/r	2.6	3.2	3.6	4.1	3.2	3.3	3.9	4.2	4.2	4.2	4.0	4.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	10.0	6.1	-5.5	2.0	-2.2	-5.0	-7.7	-5.8	-3.0	-1.0	3.5	5.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3.4	4.8	2.9	4.1	3.0	5.7	2.5	1.5	5.2	2.2	4.6	4.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4.3	0.3	-14.6	4.2	-12.2	-13.9	-18.1	-13.2	0.4	0.6	7.1	6.4
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3.1	1.5	3.9	8.0	1.9	3.5	4.1	5.6	9.6	9.3	7.6	5.8
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	11.4	9.7	8.3	7.2	9.9	8.7	8.3	8.3	8.2	7.3	7.1	7.2
Place brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3.6	3.3	3.8	4.6	3.1	4.3	4.1	3.7	4.1	4.1	3.8	5.7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0.2	0.9	2.3	3.3	2.1	2.4	2.4	2.3	3.3	3.1	3.0	2.6
Eksport (w euro)	% r/r	6.4	8.5	2.5	6.6	1.4	3.8	1.9	2.9	8.5	4.0	7.0	7.0
Import (w euro)	% r/r	8.3	5.0	2.9	7.5	2.9	1.1	1.9	5.7	9.7	5.5	7.7	7.2
Bilans handlowy	mIn EUR	-3,255	2,213	1,616	156	976	1,503	-735	-128	560	917	-1,092	-229
Rachunek bieżący	mIn EUR	-8,534	-2,653	-2,261	-979	-186	1,357	-2,180	-1,252	1,743	879	-2,443	-1,158
Rachunek bieżący	% PKB	-2.1	-0.6	-0.5	-0.2	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
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	2.0	2.0	1.9	1.9
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	-1.0	-0.5	0.8	1.6	-1.1	-0.8	-0.5	0.8	2.0	1.8	2.1	1.6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0.6	0.3	-0.2	0.9	-0.1	-0.3	-0.4	-0.1	0.2	0.7	1.0	1.5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1.5	-2.2	-0.2	3.9	-1.5	-0.8	-0.1	1.9	4.6	4.3	4.1	2.8
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	8.2	9.1	9.6	9.0	9.1	11.4	9.4	9.6	9.4	9.3	9.1	9.0
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9.0	9.0	9.1	9.1	9.4	11.3	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
Należności <sup>b</sup>	% r/r	7.2	6.9	4.7	4.3	4.4	4.6	3.7	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3
EUR/PLN	PLN	4.18	4.18	4.36	4.33	4.37	4.37	4.34	4.38	4.34	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	3.96	3.91	3.86
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	2.23	1.45	1.57	1.66	1.85	2.10	2.17	2.27	2.37
Rentowność obligacji 5L	%	2.96	2.21	2.35	3.19	2.23	2.29	2.22	2.66	3.06	3.17	3.23	3.28
Rentowność obligacji 10L	%	3.49	2.69	3.04	3.86	2.98	3.04	2.82	3.32	3.75	3.85	3.90	3.93

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.03.2017 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](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)

<b>Piotr Bielski</b>	22 534 18 87
<b>Agnieszka Decewicz</b>	22 534 18 86
<b>Marcin Luziński</b>	22 534 18 85
<b>Marcin Sulewski</b>	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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)