

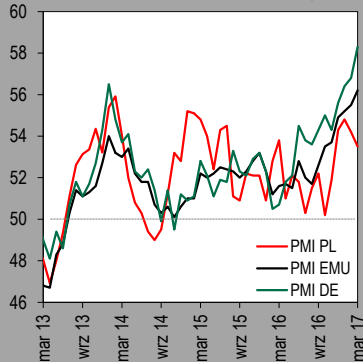
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

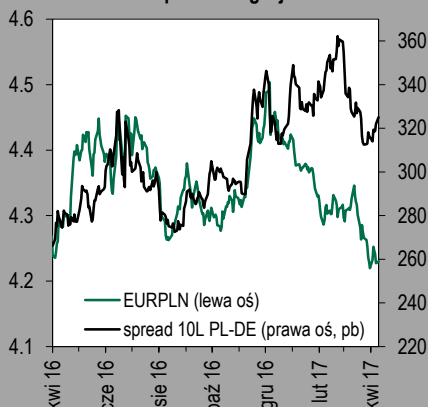
Kwiecień 2017

Wrzucamy wyższy bieg

Koniunktura w sektorze przetwórczym



EURPLN i spread obligacji 10L PL-DE



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: rynek mieszkaniowy	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
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

■ Po umiarkowanym spowolnieniu wzrostu w 2016 r., wygląda na to, że na początku tego roku polska gospodarka wrzuciła wyższy bieg. Poprawie w I kw. uległa nie tylko większość wskaźników koniunktury, ale również „twarde” dane z gospodarki realnej, sugerując, że poprawa sytuacji gospodarczej jest szybsza niż się spodziewaliśmy. Przemysł i eksport są pod wpływem ożywienia popytu w strefie euro, popyt konsumpcyjny pozostaje mocny, podczas gdy produkcja budowlana i produkcja dóbr inwestycyjnych wskazują na odbicie od dna w inwestycjach (prawdopodobnie głównie dzięki wyższym wydatkom publicznym).

■ Biorąc pod uwagę dostępne już dane za styczeń i luty oraz nasze prognozy na marzec, podnieśliśmy prognozę wzrostu PKB na I kw. 2017 r. do 3,3% r/r. Średnie tempo wzrostu gospodarczego w 2017 r. może być również bliskie 3,3% r/r, przy czym najlepszy będzie prawdopodobnie w III kw. z dynamiką nieco powyżej 3,5% r/r.

■ Uważamy, że dużo szybsze tempo wzrostu będzie trudne do osiągnięcia, biorąc pod uwagę, że ożywienie w inwestycjach prywatnych będzie zapewne dość powolne, a coraz bardziej napięta sytuacja na rynku pracy będzie dawała się we znaki firmom. Znaczny napływ pracowników z Ukrainy pozwolił polskiej gospodarce poradzić sobie ze spadkiem zasobów krajowej siły roboczej w ostatnich dwóch latach, ale spodziewamy się, że w II poł. 2017 r. wzrost liczby pracujących spowolni (zwłaszcza po obniżeniu wieku emerytalnego w październiku), co może mieć negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego.

■ Chociaż napięcia na polskim rynku pracy zdają się narastać, to wciąż nie widać sygnałów rosnącej presji płacowej. Wzrost wynagrodzeń pozostaje umiarkowany, nawet pomimo faktu, że deflacja już za nami, bezrobocie jest rekordowo niskie i wciąż spada, a pensja minimalna poszła mocno w górę w styczniu. Inflacja CPI, po wzroście do 2,2% w lutym, obniżyła się do 2,0% w marcu, gdyż egzogeniczne i statystyczne powody jej wcześniejszego wzrostu wygasły. Uważamy, że inflacja CPI może się ustabilizować blisko lub poniżej 2% w nadchodzących miesiącach i w I poł. 2018 r., a inflacja bazowa będzie rosła dość powoli, pozostając jeszcze dość długo poniżej poziomu 2% r/r.

■ W takim otoczeniu polski bank centralny nie będzie się naszym zdaniem spieszyć z zacieśnieniem polityki pieniężnej. W kwietniu RPP utrzymała swoją gołębią retorykę a prezes NBP Adam Glapiński podtrzymał opinię, że jego zdaniem stopy procentowe mogą pozostać bez zmian nie tylko w tym roku, ale także w 2018 r. Utrzymujemy nasz pogląd, że pierwsza podwyżka może mieć miejsce najwcześniej w drugiej połowie 2018 r.

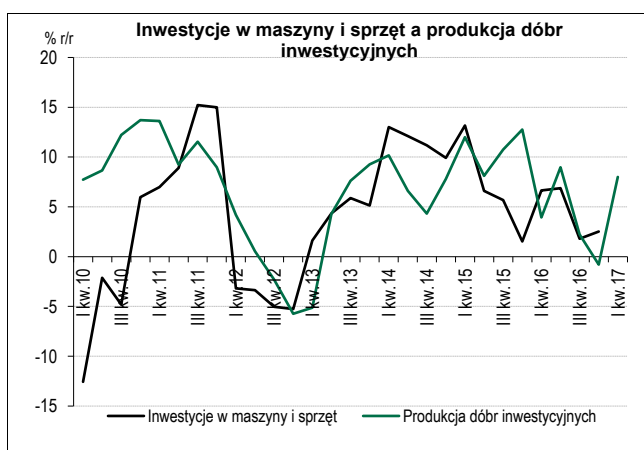
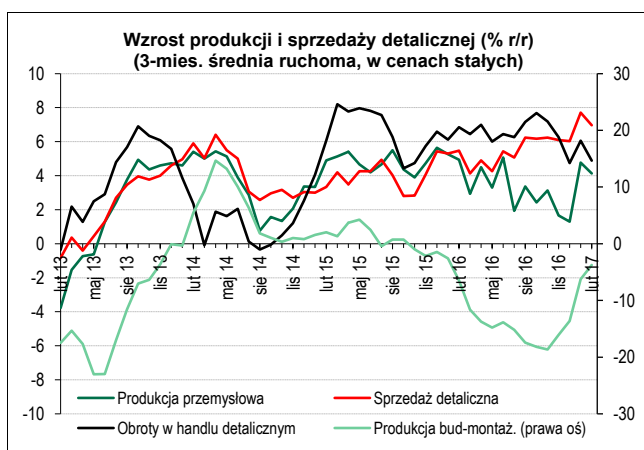
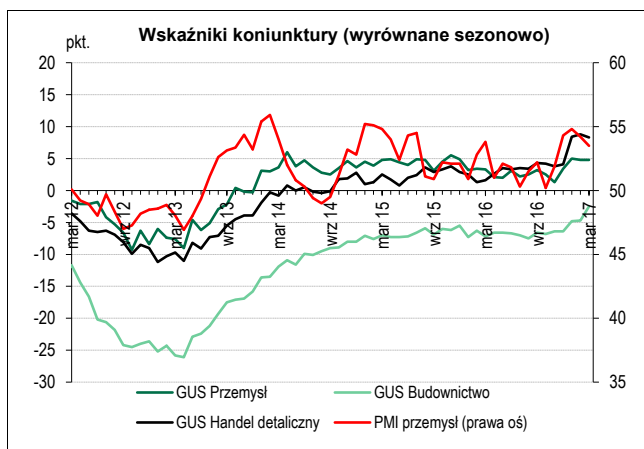
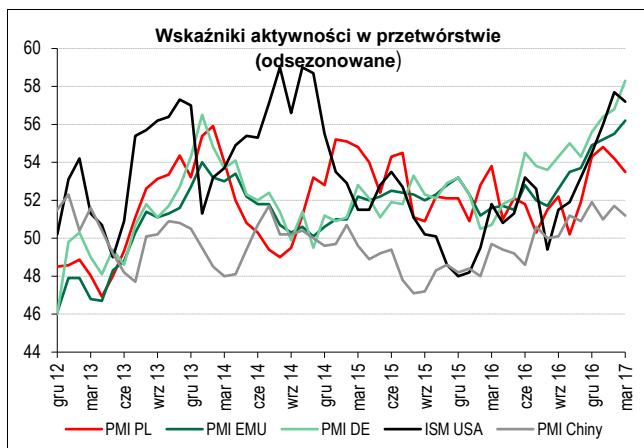
■ Złoty i polskie obligacje umocniły się znacząco w marcu, wsparte przez napływ kapitału na rynki wschodzące, niższe obawy o wynik tegorocznych wyborów w Europie i poprawę prognoz gospodarczych dla Polski. Uważamy, że teraz czas na lekką korektę zarówno na rynku walutowym, jak i stopy procentowej.

Na rynku finansowym 11 kwietnia 2017 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,2415
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,99	USDPLN	4,0009
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,44	CHFPLN	3,9720

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.04.2017 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Dobry początek 2017 r. w europejskiej gospodarce

▪ Po całkiem niezłym pod względem tempa wzrostu 2016 r., na początku 2017 r. gospodarka strefy euro wciąż radzi sobie bardzo dobrze. Indeksy koniunktury mocno się poprawiają, sygnalizując, że wzrost gospodarczy w tym roku może ponownie zaskoczyć na plus. Ponadto, po raz pierwszy od czasów kryzysu można zauważyć synchronizację ożywienia największych gospodarek strefy euro, wspieraną przez mocne fundamenty strukturalne.

▪ Mamy nadzieję, że solidny wzrost gospodarczy za granicą utrzyma się w nadchodzących kwartałach, choć na horyzoncie pojawiają się też znaki zapytania, takie jak niepewność dotycząca wyniku wyborów we Francji i Niemczech, wątpliwości co do wypełnienia obietnic Donalda Trumpa, rozbieżności między indeksami nastrojów i twardymi danymi (szczególnie w USA) i sygnały słabnięcia akcji kredytowej w czołowych gospodarkach.

Aktywność rośnie również w Polsce

▪ Ostatnie dane z Polski sygnalizują, że na początku roku aktywność gospodarcza rośnie. Większość wskaźników koniunktury poprawiła się dość wyraźnie w okresie styczeń-marzec, sygnalizując ożywienie w większości sektorów gospodarki. Warto jednak zauważyć, że poprawa indeksów nastrojów w Polsce w pierwszym kwartale była mniej imponująca niż w strefie euro.

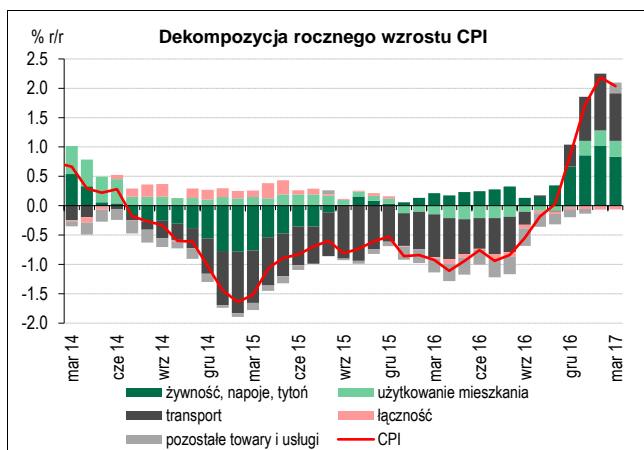
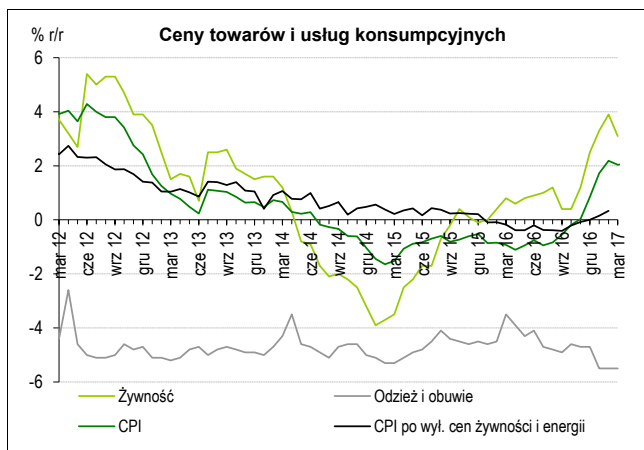
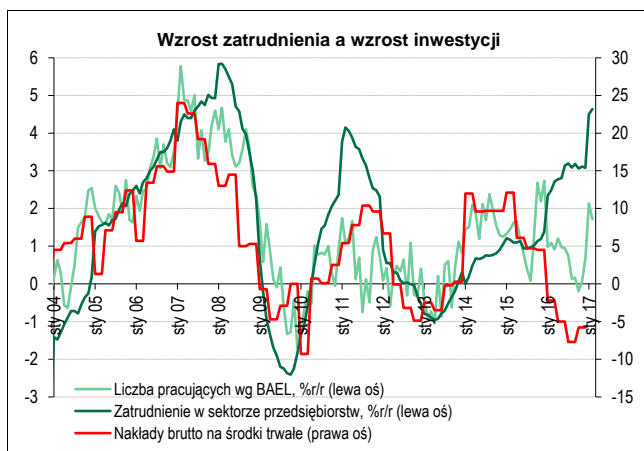
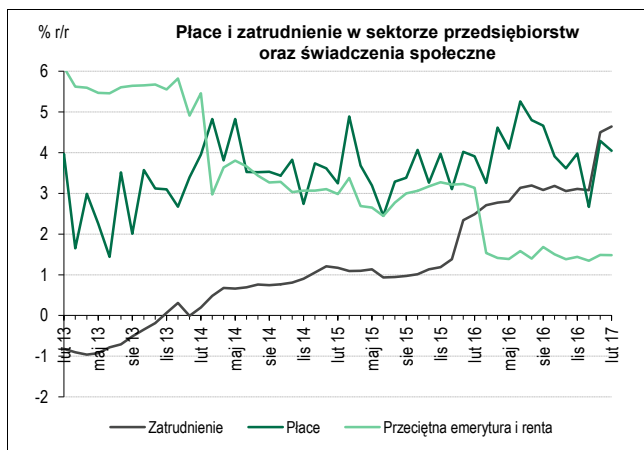
▪ W szczególności wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu niespodziewanie spadł z 54,2 pkt w lutym do 53,5 pkt w marcu. Za zniżkę odpowiadały głównie subindeksy produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. Wskaźnik obniżył się już drugi miesiąc z rzędu, ale należy naszym zdaniem pamiętać, że w ostatnich dwóch latach polski PMI charakteryzował się dużą zmiennością, która nie do końca odzwierciedlała zmiany trendów w produkcji przemysłowej. Tak było naszym zdaniem również ostatnio – wzrost indeksu w poprzednich miesiącach wydawał się nieco „na wyrost”, a faktyczną sytuację w przemyśle znacznie lepiej odzwierciedla indeks koniunktury GUS, który od stycznia ustabilizował się na poziomie spójnym ze wzrostem produkcji przemysłowej (wyrównanej sezonowo) ok. 5% r/r. Pomimo korekty, indeks PMI nadal pozostaje na dość wysokim poziomie, świadczącym o wyraźnym wzroście aktywności w sektorze przemysłowym.

▪ Twarde dane z polskiej gospodarki były również względnie mocne w pierwszym kwartale. Chociaż ostatnie odczyty miesięczne powinny być interpretowane z dużą ostrożnością z powodu silnych efektów kalendarzowych (+2 dni robocze r/r w styczniu, -1 w lutym, +1 w marcu, plus inne niż w 2016 r. daty Świąt Wielkanocnych), zdaje się, że nastąpiła wyraźna poprawa aktywności, głównie w budownictwie i przemyśle, a sytuacja w handlu detalicznym również pozostała optymistyczna.

▪ Biorąc pod uwagę dostępne dane za styczeń i luty oraz nasze prognozy na marzec, zrewidowaliśmy w górę prognozę wzrostu PKB dla I kw. 2017 r. do nieco powyżej 3% r/r. Ponadto uważamy, że istnieje pewna szansa na lekką rewizję w górę wzrostu PKB w IV kw. 2016 r., po tym jak NBP uaktualnił dane o bilansie płatniczym – nadwyżka dla towarów i usług w IV kw. została zrewidowana z 3 mld € (13,4 mld zł) na 3,8 mld € (16,5 mld zł).

▪ Co ciekawe, produkcja dóbr inwestycyjnych w styczniu i lutym wzrosła w sumie o 9,0% r/r wobec -0,8% r/r w IV kw. i 3,5% r/r dla całego 2016 r. Sygnalizuje to, że produkcja maszyn i urządzeń transportowych odbiła na początku 2017 r., co zwiększyło szanse na wzrost inwestycji ogółem w I kw. 2017 r. Jednocześnie wzrost inwestycji w I kw. będzie naszym zdaniem ograniczony poprzez efekt wysokiej bazy, wynikający z jednorazowego skoku inwestycji w maszyny i sprzęt transportowy w I kw. 2016 pod wpływem wydatków zbrojeniowych. Naszym zdaniem ten efekt bazy nie jest w pełni uwzględniony w danych o produkcji.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Tempo wzrostu zatrudnienia może spowolnić

Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia w Polsce wg Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) spadła w lutym do rekordowo niskiego poziomu 5,3%. Tempo tworzenia miejsc pracy pozostaje wysokie – w lutym zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 16,5 tys, najwięcej w tym miesiącu od 2008 r, a jego roczne tempo wzrostu wyniosło 4,6% r/r. Dynamika liczby pracujących, którą można oszacować na podstawie miesięcznych danych o bezrobociu BAEL była niższa (niemal 2% r/r w lutym), ale i tak wyraźnie się poprawiła w porównaniu z drugą połową 2016 r.

Pomimo wyczerpywania się zasobów siły roboczej, zakończenia okresu deflacji oraz wyraźnego wzrostu płacy minimalnej na początku roku, wciąż nie widać w Polsce oznak rosnącej presji płacowej. Wzrost wynagrodzeń w sektorze prywatnym pozostaje na umiarkowanym poziomie (4,0% r/r w lutym). Naszym zdaniem taka sytuacja nie może trwać wiecznie i w drugiej połowie tego roku spodziewamy się spowolnienia wzrostu zatrudnienia i przyspieszenia wzrostu płac.

Jednym z czynników, który umożliwił utrzymanie presji płacowej w ryzach w ostatnich kwartałach był zapewne znaczny napływ pracowników z Ukrainy. Choć w ciągu dwóch ostatnich lat pomogło to Polsce złagodzić skutki malejących zasobów siły roboczej, naszym zdaniem taka sytuacja może się nie utrzymać długo. Przede wszystkim obniżenie wieku emerytalnego w Polsce w październiku tego roku najprawdopodobniej przyspieszy spadek liczby aktywnych zawodowo, obserwowany od 2014 r. Dodatkowy czynnik ryzyka stanowi prawdopodobne wprowadzenie w tym roku przez UE ruchu bezwizowego dla obywateli Ukrainy. Wpływ tej decyzji na migrację zarobkową netto do Polski nie jest naszym zdaniem oczywisty, ale widzimy ryzyko, że zmiana ta zaowocuje spowolnieniem napływu pracowników z Ukrainy, co dodatkowo pogłębi niedobór siły roboczej na polskim rynku pracy.

Ogólnie dostrzegamy ryzyko wolniejszego wzrostu zatrudnienia w drugiej połowie 2017 r., co może zaważyć na tempie wzrostu gospodarczego.

Wzrostowy trend inflacji stracił rozpęd

Inflacja w marcu spadła do 2,0% r/r po wcześniejszym lutym wzroście do 2,2%. Głównym czynnikiem stojącym za mocnym wzrostem stopy inflacji w lutym, a potem za jej obniżką w marcu, były wahania cen produktów żywnościowych, zwłaszcza warzyw. Zgodnie z tym, co przewidywaliśmy w raporcie miesiąc temu, wzrost cen warzyw na początku roku spowodowany surową zimą w południowej Europie okazał się krótkotrwały, ponieważ poprawa warunków pogodowych oraz wejście na rynek lokalnych produktów, które zaczęły wypierać warzywa importowane, spowodowały korektę cen warzyw.

Według naszych szacunków, inflacja bazowa po wykluczeniu cen żywności oraz energii wzrosła z 0,3% w lutym do 0,7% r/r w marcu i osiągnęła wartość najwyższą od 2014 r.

Generalnie oddziaływanie czynników zewnętrznych i statystycznych, które pchnęły inflację w górę na początku roku teraz zaczęło wygasać. Poza niższymi cenami żywności, ceny paliw również zaczęły spadać pod wpływem korekty trendu wzrostowego ropy Brent i aprecjacji złota. Ponadto efekt wyjątkowo niskiej bazy statystycznej zdążył już przeminąć. W kolejnych miesiącach spodziewamy się więc stabilizacji inflacji w pobliżu 2% r/r i jej spadku na koniec roku o około 1,5% r/r wywołanego efektem wysokiej bazy. Inflacja bazowa najprawdopodobniej będzie stopniowo rosła do około 1,6-1,7% r/r na koniec tego roku.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty kwietniowego komunikatu RPP

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie jest nadal umiarkowany. W strefie euro wzrost PKB jest stabilny, czemu towarzyszą dobre nastroje w gospodarce. W Stanach Zjednoczonych koniunktura jest wspierana przez poprawę sytuacji na rynku pracy oraz przyrost inwestycji, choć ostatnie dane sygnalizują pewne osłabienie wzrostu PKB w I kw. br. Towarzyszy temu stabilizacja dynamiki aktywności gospodarczej w Chinach, ale wciąż słaba koniunktura w Rosji.

W marcu ceny surowców na rynkach obniżyły się, pozostając jednak powyżej poziomu sprzed roku. W efekcie roczne wskaźniki inflacji w wielu krajach są wyraźnie wyższe niż w ub.r., jednak ich wzrost wyhamował. Jednocześnie inflacja bazowa w wielu gospodarkach, w tym strefie euro, jest nadal niska.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. EBC kontuuje także program skupu aktywów finansowych, choć od kwietnia w mniejszej niż dotychczas skali. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podwyższyła w marcu stopy procentowe i sygnalizuje kontynuację zacieśnienia polityki pieniężnej w przyszłości.

W Polsce bieżące dane o produkcji nadal sygnalizują poprawę koniunktury w I kw. br. Głównym czynnikiem wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczące o wychowawczych. Wskazują na to utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej.

Po wyraźnym wzroście rocznej dynamiki cen na początku roku, w marcu inflacja nieco się obniżyła. Inflacja bazowa jest nadal niska, co wskazuje na utrzymującą się słabą presję popytową. Mimo rosnącego zatrudnienia i płac wciąż umiarkowana jest także dynamika jednostkowych kosztów pracy.

W ocenie Rady, w kolejnych kwartałach inflacja ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Stabilizacji dynamiki cen w kolejnych kwartałach będzie sprzyjać wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie 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

Nie będzie podwyżek stóp do II połowy 2018

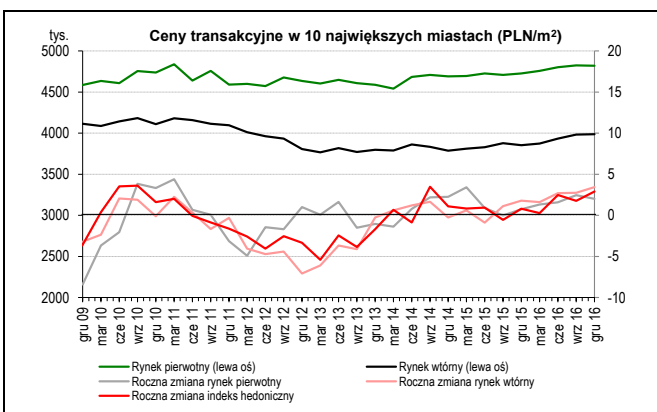
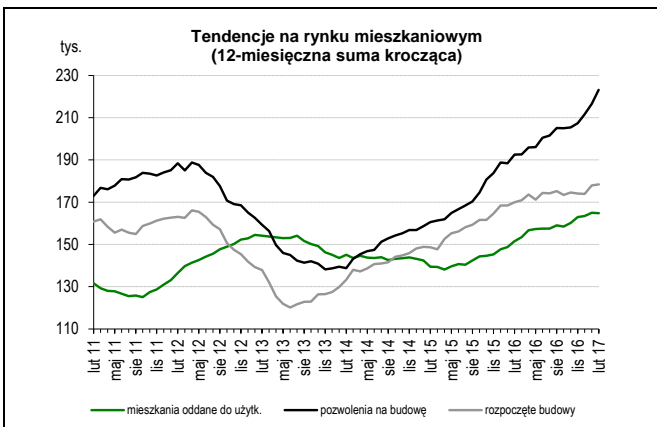
▪ Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian w kwietniu, główna stopa referencyjna nadal wynosi 1,50%.

▪ Jak oczekiwaliśmy, retoryka na konferencji prasowej po posiedzeniu była podobna jak miesiąc wcześniej, a komunikat był niemal identyczny jak w marcu i podkreślał niewielkie ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie. RPP oczekuje ustabilizowania się tempa wzrostu cen w nadchodzących kwartałach w wyniku słabnącego wpływu wysokich cen surowców i jedynie bardzo stopniowego nasilania się wewnętrznej presji inflacyjnej.

▪ Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że ostatnie dane potwierdziły, że optymistyczne perspektywy dla gospodarki przedstawione przez RPP były uzasadnione. W jego ocenie, w kolejnych miesiącach inflacja powinna się nieco obniżyć, po czym ustabilizuje się blisko 2% w tym i przyszłym roku. Glapiński dodał też, że nie obawia się o konsekwencje ujemnych realnych stop procentowych i że nie spodziewa się wzrostu presji płacowej w Polsce pomimo rekordowo niskiego bezrobocia. Prezes NBP uważa też w dalszym ciągu, że podwyżka stóp w 2017 r. wydaje się zupełnie nieprawdopodobna. Glapiński nie wykluczył zacieśnienia polityki w drugiej połowie 2018 r., w zależności od rozwoju sytuacji gospodarczej, ale jego zdaniem taki ruch nie będzie konieczny także w całym 2018 r.

▪ Ogólnie, RPP nie zaskoczyła. Wstępne dane o CPI za marzec wzmocniły przekonanie bankierów centralnych, że inflacja będzie się stabilizowała w kolejnych miesiącach a ryzyko trwałego przekroczenia celu nie jest wysokie. Utrzymujemy nasz pogląd, że RPP nie będzie się spieszyła z zacieśnieniem polityki pieniężnej a podwyżki stóp procentowych nie są zbyt prawdopodobne przed połową 2018 r.

Pod lupą: rynek mieszkaniowy



Źródła: GUS, NBP, REAS, BIS, AMRON-SARFIN, BZ WBK

Rynek mieszkaniowy rozpędza się

▪ Podaż na rynku mieszkań w Polsce wzrasta: 12-miesięczna suma mieszkań oddanych do użytkowania w grudniu 2016 r. wyniosła 163,4 tys., a w lutym 2017 r. 164,8 tys. (najwięcej od 2009 r.). Sprzedaż też była duża: w 6 największych miastach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź) w IV kw. 2016 r. sprzedano 18,1 tys. mieszkań (+25,7% r/r). Rozmiar oferty pozostaje względnie stały, gdyż liczba sprzedanych mieszkań bliska była liczbie nowych wprowadzonych do oferty. Około 30% mieszkań zakupiono pod najem, gdyż potrzeby wynajmu rosną z powodu napływu pracowników z Ukrainy.

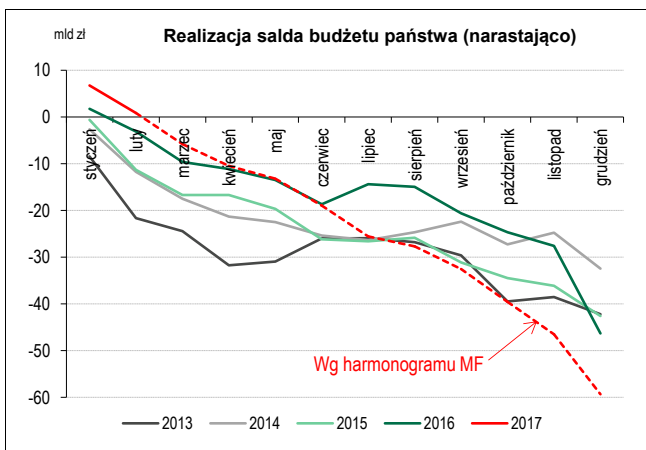
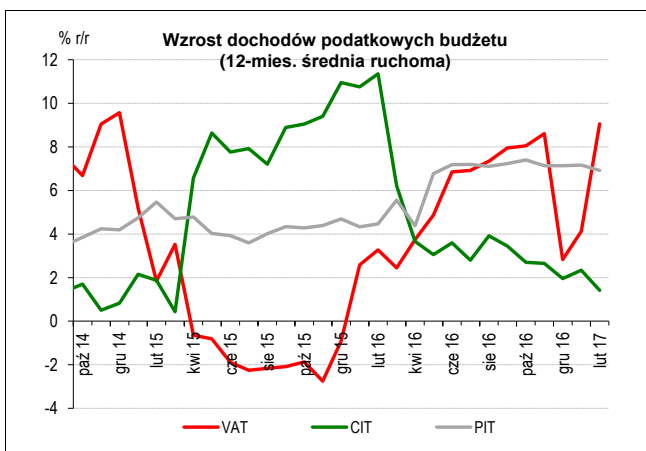
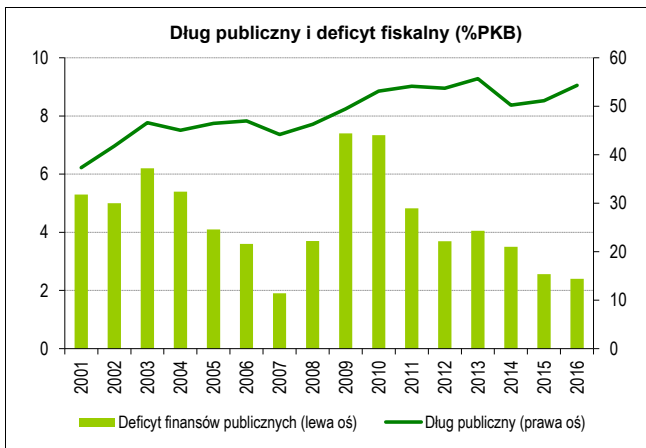
▪ Uważamy, że podaż mieszkań będzie rosła w kolejnych kwartałach, gdyż 12-miesięczna suma liczby pozwoleń na budowę wyniosła w lutym 223 tys. – najwyżej od 2009 r., a liczba rozpoczętych budów 178,4 tys. – najwyżej od 2008 r.

▪ Główne indeksy cen (NBP, BIS) wskazują na wzrost w granicach 2,0-3,5% r/r w IV kw. 2016 r. Jednocześnie rośnie dostępność finansowa mieszkań, gdyż wzrost płac jest szybszy niż wzrost cen.

▪ Podczas gdy podaż, sprzedaż i ceny nieruchomości rosną, sprzedaż kredytów hipotecznych spadła o 7,6% r/r do 9,78 mld zł w IV kw. 2016 r., wskazując, że większy popyt jest w dużym stopniu generowany przez kupujących za gotówkę. Marże kredytowe były stabilne i oscylowały wokół 270pb.

▪ Spodziewamy się rosnącej podaży i popytu na rynku mieszkań. Podaż będzie wspierana dużą liczbą rozpoczętych budów i pozwoleń na budowę, podczas gdy popyt podtrzymywany będzie przez silny rynek pracy i napływ pracowników z Ukrainy. Wzrost cen może nieco przyspieszyć, biorąc pod uwagę rosnący udział kupców gotówkowych i wyższą inflację.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.04	zmiana od 10.03.17	zmiana od 30.12.16	11.04	zmiana od 10.03.17	zmiana od 30.12.16
Polska	345	-28	-16	72,4	1	-7,6
Czechy	102	27	44	41,5	0	-1
Węgry	340	-33	14	114,2	-1,5	-11,3
Grecja	676	-45	-38	933,6	-19,6	-39,9
Hiszpania	163	-22	22	64,5	9,9	-6,9
Irlandia	96	-18	19	44,8	-4,9	-15,8
Portugalia	383	-19	7	219	7,3	-40,9
Włochy	227	-5	45	135,7	11,2	-6,9
Francja	96	-14	26	28,5	1	-5,9
Niemcy	-	-	-	15,1	-1,5	-5,0

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

Deficyt finansów publicznych w 2016 r. poniżej oczekiwań...

Deficyt sektora finansów publicznych w Polsce w 2016 r. wyniósł 2,4% PKB (dane wstępne), najmniej od 2007 r. Z kolei dług publiczny wg metodologii UE wzrósł do 54,4% PKB. Deficyt fiskalny okazał się niższy niż jeszcze kilka tygodni wcześniej spodziewało się Ministerstwo Finansów (2,8-2,9%), być może za sprawą wyższej niż się spodziewano nadwyżki w samorządach lokalnych. Ministerstwo potwierdziło, że saldo fiskalne uwzględnia rozłożenie dochodów z LTE (9,2 mld zł i 0,5% PKB) w ratach na 15 lat.

...a 2017 r. najprawdopodobniej zgodny z prognozami

Po lutym, dochody budżetu wyniosły 60,9 mld zł (wzrost o 8,5% r/r, 18,7% rocznego planu), a wydatki 60,1 mld zł (wzrost o 1,4% r/r, 15,6% planu), co złożyło się na nadwyżkę w wysokości 855 mln zł. Po stronie dochodowej uwagę zwracają bardzo dobre przychody z podatku VAT, które w samym lutym wzrosły o ok. 80% r/r. Tak wysoki 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. (teraz firmy muszą rozliczać VAT w ujęciu miesięcznym). Po dwóch miesiącach roku, dochody z podatku CIT wzrosły o 5,8% r/r, a z podatku PIT o 5,5% r/r. W kolejnych miesiącach wzrost wpływów podatkowych nie będzie już tak imponujący, ale wykonanie budżetu centralnego w tym roku nie jest zagrożone. Szczególnie po informacji z NBP, że jego zysk za 2016 r. wyniósł ok. 9 mld zł, najwięcej w historii. 95% tej kwoty będzie przekazane do budżetu centralnego i znacznie obniży potrzeby pożyczkowe i deficyt budżetowy.

Po styczniu, samorzady zanotowały nadwyżkę budżetową w wysokości 6,6 mld zł. Dochody wyniosły 20,7 mld zł (wzrost o 17,5% i 9,2% rocznego planu), a wydatki 14,1 mld zł (wzrost o 19,4% i 5,9% rocznego planu). Nie mamy niestety porównywalnych danych, więc ciężko stwierdzić czy samorzady są na dobrej drodze do osiągnięcia celu dla deficytu na poziomie 12,7 mld zł. Jednocześnie, nie ma podstaw, by sądzić, że istnieje ryzyko przekroczenia planu.

Ogólnie, sądzimy, że realizacja planu resortu finansów zakładającego deficyt fiskalny w tym roku na poziomie 2,9% PKB nie jest zagrożona.

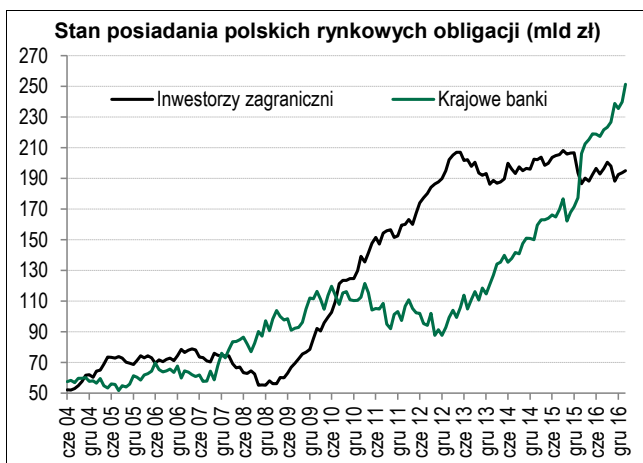
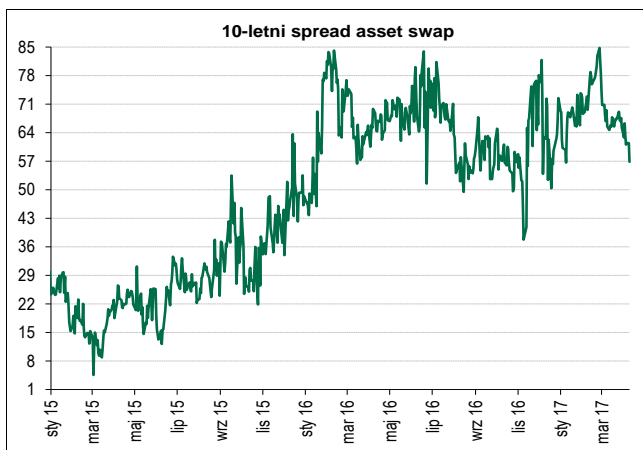
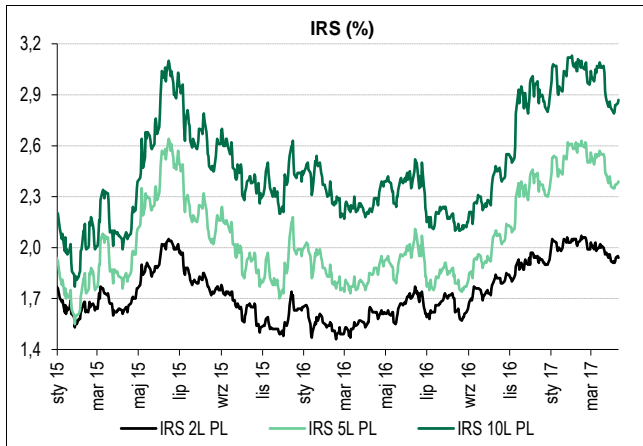
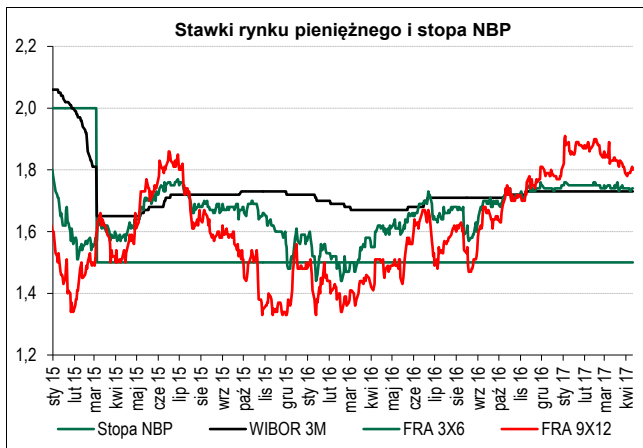
Rząd przywiązany do progu 3%

Do końca kwietnia rząd powinien, jak co roku, przygotować aktualizację Programu Konwergencji, z ekonomicznymi i fiskalnymi prognozami na następne lata. Naszym zdaniem, rząd potwierdzi chęć do wypełnienia zobowiązania co do utrzymania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB. Poprzednie prognozy przewidywały 2,0% PKB w 2018 r. oraz 1,3% w 2019 r., ale nie oczekujemy utrzymania aż tak ambitnej ścieżki zmniejszenia deficytu, głównie z powodu dodatkowego obciążenia finansowego wywołanego obniżeniem wieku emerytalnego poczynając od IV kw. 2017 r. (poprzednia wersja programu konwergencji nie uwzględniała kosztów obniżenia wieku emerytalnego).

Nie oczekujemy negatywnych decyzji agencji ratingowych

21 kwietnia agencja S&P ma zaktualizować ocenę ratingową dla Polski, a 12 maja decyzję ma ogłosić Moody's. Nie spodziewamy się żadnych negatywnych zmian. Od ostatnich aktualizacji nie pojawiły się negatywne informacje na temat sytuacji fiskalnej. Wręcz przeciwnie – deficyt sektora finansów w 2016 r. osiągnął rekordowe minimum, a sytuacja ekonomiczna poprawiła się po umiarkowanym spowolnieniu w roku poprzednim.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Umocnienie na koniec kwartału

W marcu Fed podwyższył stopy procentowe, ale decyzja towarzyszyła gołębia retoryka, antyeuropejska partia nie wygrała wyborów parlamentarnych w Holandii, Donald Trump nie zdołał przeformować swych obietnic w Kongresie, a wstępne marcowe dane o inflacji dla Polski i strefy euro zaskoczyły w dół. Wszystkie te wydarzenia spowodowały spadek IRS oraz rentowności obligacji na krajowym rynku stopy procentowej. Obie krzywe wypląszczyły się – 10-letnie IRS/rentowności spadły o 20 pb, 5-letnie o 15 pb, a krótki koniec obniżył się o ok. 5 pb.

1-12-miesięczne stawki WIBOR pozostały bez zmian. Stawki FRA z terminem do roku nie odnotowały znaczących zmian, podczas gdy te dłuższe spadły o ok. 10 pb, odzwierciedlając słabnące oczekiwania co do podwyżki stóp w Polsce.

Czas na korektę?

Polskie obligacje zamknęły kwartał zyskiem. Od początku 2015 r. nie zdarzyło się, aby 10-letnie rentowności spadały przez dwa kwartały z rzędu. W latach 2013-2014 10-letni benchmark zyskiwał przez sześć kolejnych kwartałów ale było to w czasach kiedy najpierw rynek wyceniał obniżki, a potem RPP zaczęła obniżać stopy. Teraz sytuacja na rynku jest zupełnie inna.

Najnowsze dane dla gospodarki amerykańskiej były całkiem dobre, ale wg agencji Bloomberg rynek wycenia 60% szans na podwyżkę stóp w czerwcu. Uważamy, że jest to dość mało, biorąc pod uwagę wypowiedzi członków FOMC sugerujące możliwość w sumie trzech lub czterech podwyżek stóp o 25 pb w tym roku. Jeżeli kolejne dane z USA będą dobre (marcowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem zostały najprawdopodobniej zaburzone przez pogodę), może pojawić się presja na wzrost rentowności na świecie. Rentowność 10-letniej polskiej obligacji spadła do ok. 3,40% (najniższej od grudnia 2016 r.) i sądzimy, że teraz może nastąpić wzrost.

Wygląda na to, że inwestorzy wzięli pod uwagę ostatnie dane o inflacji i łagodną retorykę RPP i obecnie stawki FRA wyceniają pierwszą podwyżkę stóp procentowych w Polsce o 25 pb za 18 miesięcy, zgodnie z naszym scenariuszem.

Pod koniec lutego 10-letni asset swap spread osiągnął opór na ok. 85bp i w kwietniu obniżył się z powrotem do 65 pb. Ponieważ widzimy ryzyko, że w kwietniu na rynku może wzrosnąć niepewność przed wyborami prezydenckimi we Francji, a dodatkowo rośnie napięcie geopolityczne związane z konfliktem w Syrii i relacjami USA z Rosją i Koreą Płn., nie widzimy szans na kontynuację tendencji spadkowej asset swap spreadów.

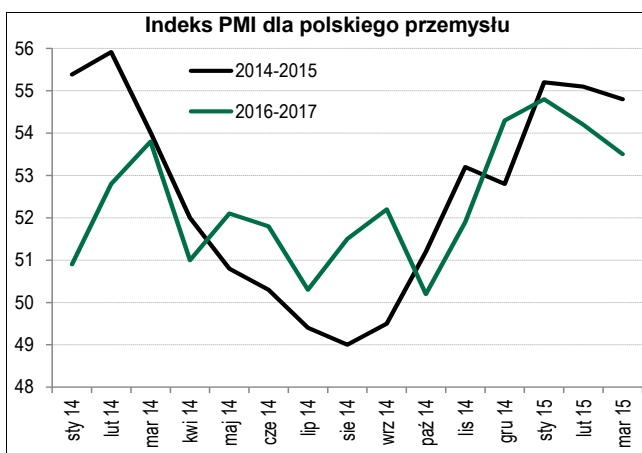
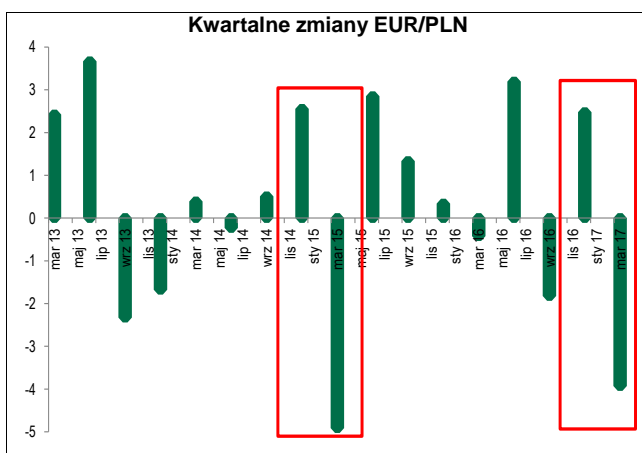
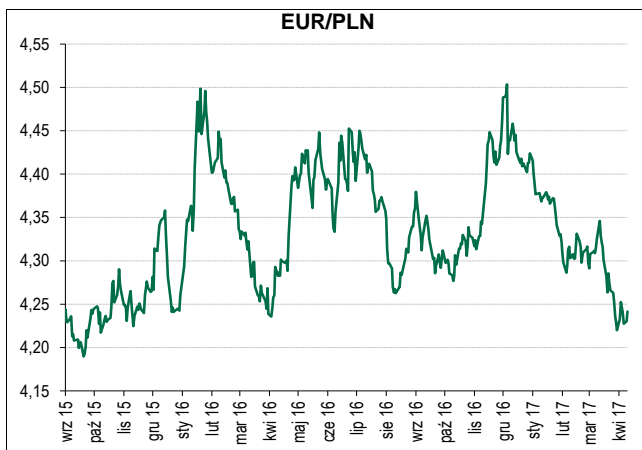
Polskie banki kupują obligacje

Według najnowszych danych, w lutym polskie rynkowe złotowe zadłużenie wzrosło o 13 mld zł, z czego 11,5 mld zł kupiły krajowe banki komercyjne. W efekcie, nominalna wartość ich portfela wzrosła powyżej 251 mld zł.

Nierezydenci kupili polskie obligacje za 1,3 mld zł i na koniec lutego nominalna wartość ich portfela wyniosła 195 mld zł (najwyżej od października 2016 r.). W tej grupie, fundusze inwestycyjne kupiły obligacje za 2,2 mld zł, banki komercyjne zwiększyły stan posiadania o 645 mln zł, na rachunkach zbiorczych nastąpił spadek o 2 mld zł, a banki centralne sprzedały dług za 900 mln zł (głównie z Azji i Bliskiego Wschodu). Pod kątem geograficznym, największym kupującym były instytucje ze strefy euro i USA.

Pierwsza kwietniowa aukcja obligacji była udana – Ministerstwo Finansów sprzedało dług za 5 mld zł (tyle wynosiła górna granica planowanej oferty) przy popycie 8,7 mld zł. Ministerstwo podało, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe pokryte są już w 56%.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Czas na korektę po dużym kwartalnym ruchu

Po lutowej przerwie, w minionym miesiącu złoty powrócił do trendu aprecjacyjnego. Kurs EUR/PLN osiągnął nowe tegoroczne minimum na 4,21, dzięki pozytywnym nastrojom na globalnym rynku, po tym jak podwyższe stóp procentowych Fed towarzyszyła gołębia retoryka i antyeuropejska partia nie wygrała wyborów w Holandii.

Aprecjacja złotego w do euro w I kw. 2017 r. była największym kwartalnym umocnieniem polskiej waluty od I kw. 2015 r. Warto też zaznaczyć, że ostatni raz EUR/PLN spadał przez dwa kwartały z rzędu w 2013 r. To, co zaobserwowaliśmy na rynku złotego między III kw. 2016r. a I kw. 2017r. przypomina zachowanie krajowej waluty względem euro między IV kw. 2014 r. a I kw. 2015 r. Wówczas kurs EUR/PLN wzrósł w ostatnim kwartale roku, po czym zaczął spadać w I kw. kolejnego roku, a następnie rósł przez trzy kolejne kwartały. Również jeśli porównamy wyniki polskiej gospodarki sprzed dwóch lat do bieżącej sytuacji, to widzimy, że PMI dla krajowego przemysłu podąża trendem podobnym do tego z 2014 r. i początku 2015 r., co sugeruje, że podobieństwo ruchów na rynku walutowym nie jest przypadkowe. Dlatego zakładamy, że w II kw. może mieć miejsce realizacja zysków po ostatnim umocnieniu złotego.

W kwietniu we Francji odbędą się wybory prezydenckie i uwaga inwestorów może znów skupić się na europejskiej polityce. Widzimy również rosnące ryzyko korekty na giełdach po silnym wzroście cen akcji obserwowanym od początku roku. Mniejszy apetyt na ryzyko może uderzyć w złotego.

EURUSD pod wpływem banków centralnych

Na początku kwietnia EUR/USD znajduje się w pobliżu poziomu z końca lutego, ale w międzyczasie wzrósł z 1,06 do 1,09. Głównym powodem obserwowanej do końca marca aprecjacji euro była retoryka EBC, którą rynek po ostatnim posiedzeniu banku ocenił jako zaskakująco jastrzębią. W kolejnych tygodniach europejscy bankierzy centralni próbowali interweniować słownie, by zatrzymać wzrostowy trend EUR/USD. Jednocześnie, niektórzy członkowie FOMC stwierdzili, że w tym roku może dojść do łącznie trzech bądź czterech podwyżek stop, co pozytywnie wpłynęło na dolara i pomogło pchnąć kurs w okolice 1,06.

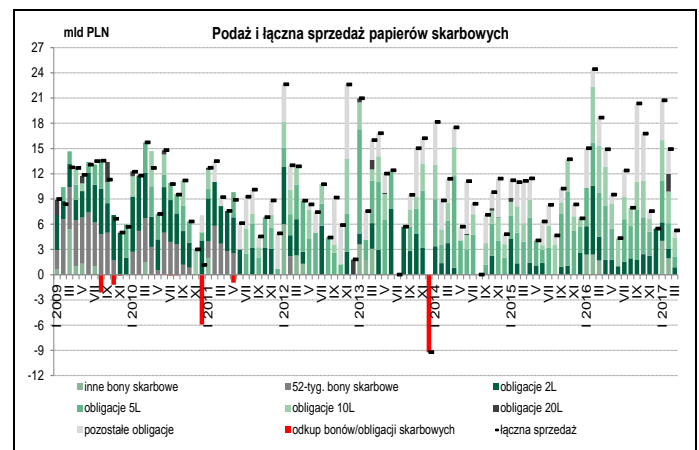
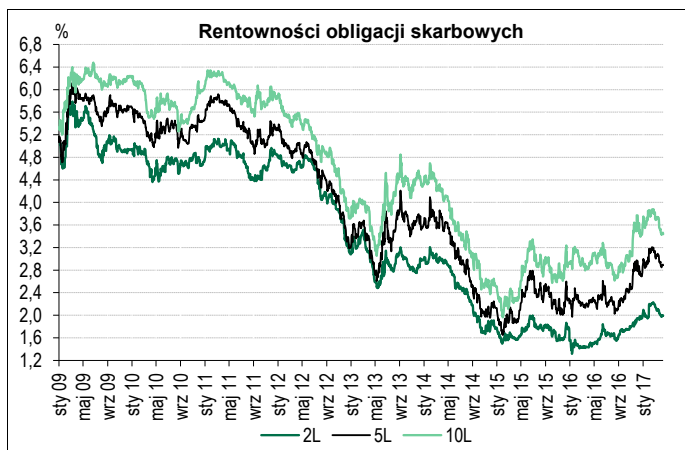
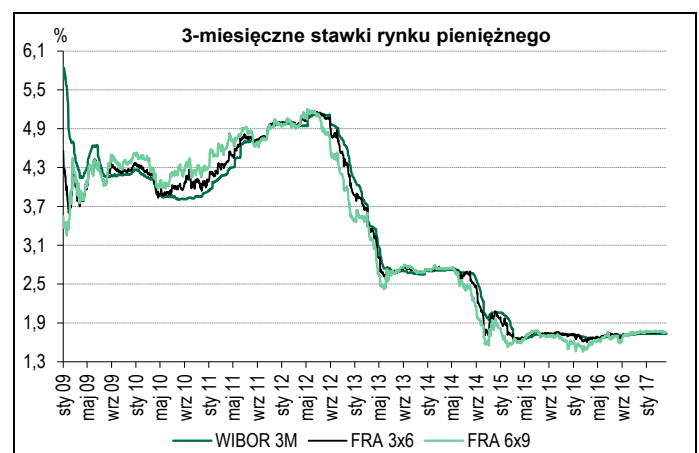
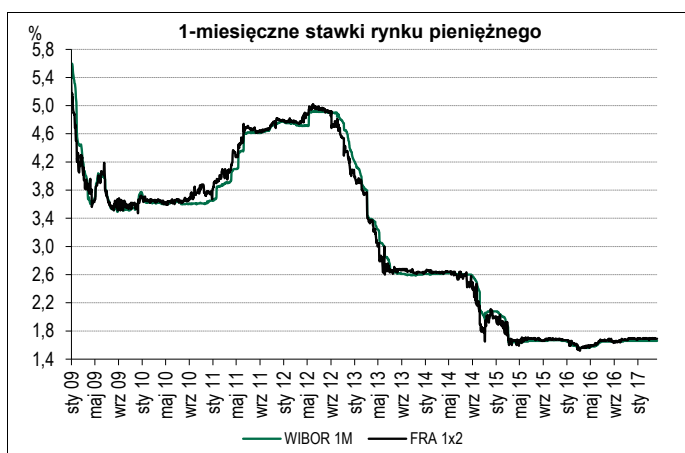
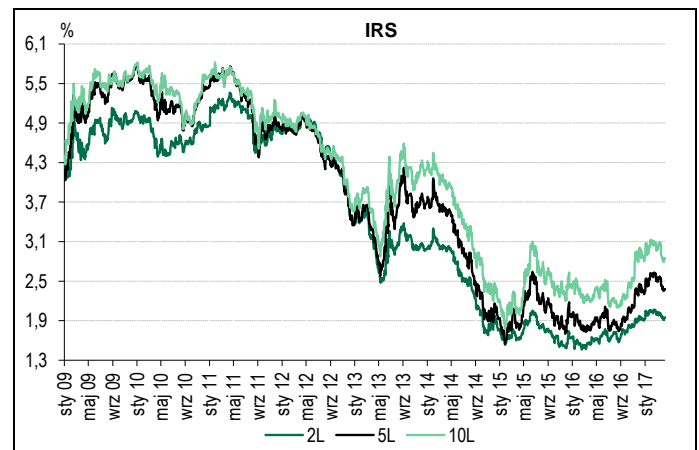
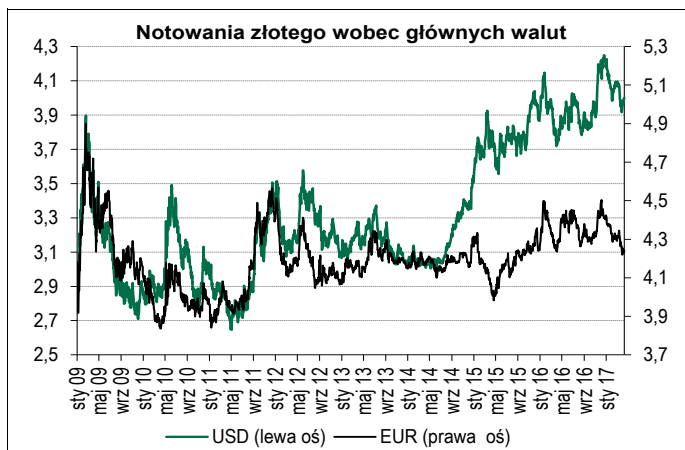
Nie zmieniamy naszych prognoz i wciąż oczekujemy, że w trakcie roku euro umocni się w stosunku do dolara. W krótkiej perspektywie amerykańska waluta powinna pozostać silna dzięki jastrzębim komentarzom członków FOMC i dobrym danym z gospodarki USA. Również perspektywa wyborów prezydenckich we Francji może ograniczyć wzrost wspólnej waluty.

Czeski bank centralny uwalnia kurs korony

Najważniejszym wydarzeniem na rynku CEE była decyzja banku centralnego Czech (CNB) znosząca dolny limit tolerowanych wahań dla EURCZK jaki na poziomie 27,0 wprowadzono w listopadzie 2013. Po ogłoszeniu decyzji EURCZK zaczął gwałtownie spadać osiągając ok. 26,50. Prezes CNB, Jiri Rusnok, powiedział, że bank jest gotowy interweniować by ograniczyć wahania kursu, ale dodał, że raczej nie wejdzie na rynek w pierwszych dniach po decyzji i pozwoli kursowi znaleźć nowy poziom równowagi. Sądzymy, że w najbliższym czasie impuls aprecjacyjny korony powinien osłabnąć i kurs może się ustabilizować blisko 26,5. W dalszej części roku EURCZK może wznowić trend spadkowy, ale w wolniejszym tempie.

Forint i rubel odnotowały radziły sobie słabiej niż inne waluty CEE. EUR/HUF wzrósł z 308 do 310. Widać, że zakres wahań mniejsza się stopniowo i wkrótce na węgierskim rynku może mieć miejsce większy ruch. Jednocześnie, USD/RUB wzrósł do 57,58 z 55,79 w wyniku przejściowego spadku cen ropy.

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			
lutyc	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 odpokupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 kwietnia CZ: CPI (III)	11 PL: CPI (III) EZ: Produkcja przemysłowa (II) DE: Indeks ZEW (IV) HU: CPI (III)	12 PL: Inflacja bazowa (III)	13 PL: Bilans płatniczy (II) US: Wstępny Michigan (IV)	14 PL: Podaż pieniądza (III) US: CPI (III) US: Sprzedaż detaliczna (III)
17	18 US: Rozpoczęte budowy domów (III) US: Pozwolenia na budowę (III) US: Produkcja przemysłowa (III)	19 PL: Płace i zatrudnienie (III) EZ: CPI (III) US: Beżowa Księga Fed	20 PL: Sprzedaż detaliczna (III) PL: Produkcja przemysłowa (III) PL: PPI (III) US: Indeks Philly Fed (IV)	21 PL: Minutes RPP DE: Wstępny PMI – usługi (IV) DE: Wstępny PMI – przemysł (IV) US: Wstępny PMI – usługi (IV) US: Wstępny PMI – przemysł (IV) US: Sprzedaż domów (III)
24 DE: Indeks Ifo (IV)	25 HU: Decyzja banku centralnego US: Sprzedaż nowych domów (III) US: Indeks nastrojów konsumentów (IV)	26 PL: Stopa bezrobocia (III)	27 EZ: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (III) US: Niezakończona sprzedaż domów (III)	28 PL: Wstępny CPI (IV) EZ: Wstępny CPI (IV) US: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Indeks Michigan (IV)
1 maja US: Dochody osobiste (III) US: Wydatki konsumentów (III) US: ISM – przemysł (IV)	2 PL: PMI – przemysł (IV) DE: PMI – przemysł (IV) EZ: PMI – przemysł (IV) EZ: Stopa bezrobocia (III)	3 EZ: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Raport ADP (IV) US: ISM – usługi (IV) US: Decyzja FOMC	4 DE: PMI – usługi (IV) EZ: PMI – usługi (IV) US: Zamówienia przemysłowe (III) CZ: Decyzja banku centralnego	5 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Stopa bezrobocia (IV)
8 DE: Zamówienia przemysłowe (III)	9 DE: Produkcja przemysłowa (III) DE: Eksport (III)	10 CZ: Produkcja przemysłowa (III) CZ: CPI (IV) HU: CPI (IV)	11	12 PL: Podaż pieniądza (IV) PL: CPI (IV) PL: Decyzja Moody's ws. ratingu EZ: Produkcja przemysłowa (III) DE: Wstępny PKB (I kw.) US: Sprzedaż detaliczna (IV) US: Wstępny Michigan (V)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2017 roku

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

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	kwi 17
PMI	pkt.	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	54,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,7	6,0	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,2	8,7	-3,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-15,8	-14,9	-13,7	-13,0	-18,8	-20,5	-15,3	-20,1	-12,8	-8,0	2,1	-5,4	2,1	-7,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,2	11,6
Stopa bezrobocia	%	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	7,8
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	4,2	4,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,6	4,6
Eksport (w euro)	% r/r	0,0	4,0	1,4	6,0	-5,3	9,3	3,1	-0,5	5,8	5,2	13,8	4,0	13,8	-1,8
Import (w euro)	% r/r	0,9	0,0	2,5	0,8	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	7,1	15,1	13,6
Bilans handlowy	mIn EUR	337	487	375	641	-272	-387	5	-80	307	-105	225	-235,8	183	-1 765
Rachunek bieżący	mIn EUR	-217	691	1 392	-723	-503	-729	-858	-179	-128	-56	2 457	-357	-183	-1 613
Rachunek bieżący	% PKB	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	0	0,2	0,2	-0,3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-9,6	-11,1	-13,5	-18,7	-14,4	-14,9	-20,6	-24,6	-27,6	-46,3	6,7	0,9	-5,8	-10,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	17,5	20,3	24,6	34,1	26,3	27,3	37,7	45,0	50,4	84,6	-11,4	-1,4	9,8	17,6
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,7	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,4	4,6	4,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	8,3	7,9
Zobowiązania	% r/r	9,4	11,6	11,8	11,3	10,6	9,9	9,1	8,7	9,6	9,1	8,3	7,7	7,7	7,4
Należności	% r/r	4,4	6,7	5,0	4,6	4,7	3,7	3,7	3,9	4,8	4,7	3,5	4,8	4,8	3,8
EUR/PLN	PLN	4,29	4,31	4,41	4,40	4,40	4,30	4,32	4,31	4,39	4,44	4,37	4,31	4,29	4,23
USD/PLN	PLN	3,87	3,80	3,90	3,92	3,98	3,84	3,86	3,91	4,07	4,20	4,11	4,05	4,02	3,94
CHF/PLN	PLN	3,93	3,94	3,99	4,04	4,05	3,96	3,96	3,96	4,08	4,13	4,08	4,04	4,01	3,94
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	%	1,67	1,67	1,67	1,69	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	1,44	1,48	1,54	1,70	1,66	1,61	1,71	1,75	1,85	1,95	2,01	2,20	2,08	2,02
Rentowność obligacji 5L	%	2,18	2,25	2,24	2,38	2,24	2,14	2,26	2,43	2,74	2,80	2,94	3,15	3,02	3,00
Rentowność obligacji 10L	%	2,88	2,95	3,04	3,11	2,89	2,71	2,85	3,01	3,41	3,55	3,69	3,82	3,66	3,50

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	1 852,5	1 941,7	428,3	449,4	453,4	521,4	449,7	465,2	477,5	549,3
PKB	% r/r	3,3	3,9	2,8	3,3	3,0	3,1	2,5	2,7	3,3	3,1	3,6	3,3
Popyt krajowy	% r/r	4,7	3,4	2,8	3,3	3,9	2,2	2,9	2,4	3,2	3,7	3,4	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	3,7	-2,2	-5,0	-7,7	-5,8	0,8	0,7	5,1	5,7
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,4	4,8	2,9	4,3	3,0	5,7	2,5	1,5	6,3	1,7	4,7	4,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,3	0,3	-14,6	2,9	-12,2	-13,9	-18,1	-13,2	-0,3	-0,8	5,6	4,9
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	3,1	1,5	3,9	9,2	1,9	3,5	4,1	5,6	9,4	11,0	9,3	7,4
Stopa bezrobocia ^b	%	11,4	9,7	8,3	7,1	9,9	8,7	8,3	8,3	8,2	7,2	7,0	7,1
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,6	3,3	3,8	4,7	3,1	4,3	4,1	3,7	4,2	4,3	4,0	5,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,9	2,3	3,5	2,1	2,4	2,4	2,3	3,4	3,3	3,2	2,8
Eksport (w euro)	% r/r	6,4	8,5	2,7	8,1	1,4	3,8	2,1	3,4	10,6	8,0	7,0	7,0
Import (w euro)	% r/r	8,3	5,0	2,9	10,2	2,9	1,1	1,9	5,6	12,7	13,5	7,7	7,2
Bilans handlowy	mIn EUR	-3 255	2 213	1 949	-1 534	976	1 503	-652	122	172	-742	-1 003	39
Rachunek bieżący	mIn EUR	-8 534	-2 653	-1 273	-115	-186	1 357	-2 087	-357	1 918	-934	-1 731	633
Rachunek bieżący	% PKB	-2,1	-0,6	-0,3	0,0	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	0,2	-0,3	-0,2	0,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,5	-2,6	-2,4	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,0	-0,9	-0,6	1,9	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	2,0	1,9	1,9	1,8
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-1,0	-0,5	0,8	1,5	-1,1	-0,8	-0,5	0,8	2,0	1,8	2,1	1,5
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,6	0,3	-0,2	1,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	0,4	1,0	1,2	1,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,5	-2,2	-0,2	3,6	-1,5	-0,8	-0,1	1,9	4,3	3,5	4,1	2,4
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,2	9,1	9,6	8,9	9,1	11,4	9,4	9,6	9,4	9,3	9,1	8,9
Zobowiązania ^b	% 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 ^b	% r/r	7,2	6,9	4,7	4,2	4,4	4,6	3,7	4,7	4,5	4,4	4,3	4,2
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,36	4,28	4,37	4,37	4,34	4,38	4,32	4,25	4,32	4,24
USD/PLN	PLN	3,15	3,77	3,95	3,95	3,96	3,87	3,89	4,06	4,06	3,94	3,95	3,84
CHF/PLN	PLN	3,45	3,92	4,00	3,92	3,98	3,99	3,99	4,06	4,04	3,92	3,91	3,80
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	2,19	1,45	1,57	1,66	1,85	2,10	2,05	2,23	2,37
Rentowność obligacji 5L	%	2,96	2,21	2,35	3,14	2,23	2,29	2,22	2,66	3,03	3,04	3,20	3,28
Rentowność obligacji 10L	%	3,49	2,69	3,04	3,78	2,98	3,04	2,82	3,32	3,72	3,62	3,87	3,93

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.04.2017 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luziński 22 534 18 85

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