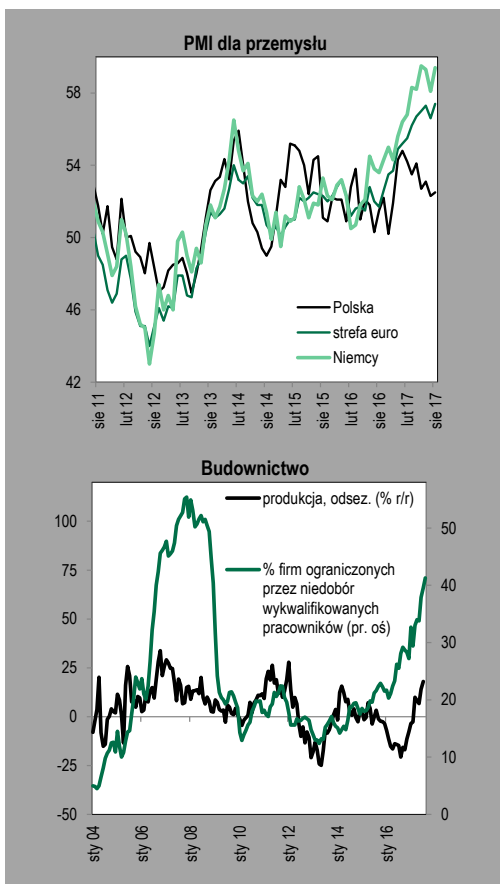


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2017

Lepiej być nie może



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Konrad Soszyński 22 534 18 86
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

■ **Zbliżamy się do końca III kw. i wygląda na to, że polska gospodarka nadal rozwija się w przyswoitym tempie, blisko 4% rocznie.** Struktura wzrostu PKB w III kw. (3,9% r/r) była wciąż rozczarowująca – głównymi motorami rozwoju były konsumpcja prywatna i wzrost zapasów, a inwestycje pozostały niemrawe (mimo niskiej bazy, wzrost zaledwie o 0,8% r/r, zawdzięczany głównie budownictwu mieszkaniowemu). Spodziewamy się jednak znacznie silniejszego ożywienia inwestycji w kolejnych kwartałach, początkowo za sprawą rosnących wydatków publicznych, do których potem dołączy sektor prywatny. Najnowsze dane z gospodarki wydają się to potwierdzać, pokazując mocny wzrost produkcji w budownictwie na początku III kw. i niezłą aktywność w innych sektorach.

■ Nadal uważamy, że potencjał do dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego jest mocno ograniczony. Sygnalizowaliśmy w poprzednich raportach, że brak wolnych rąk do pracy może się stać wąskim gardłem dla wzrostu gospodarczego w niedalekiej przyszłości i faktycznie, **w ostatnich tygodniach pojawiło się dużo sygnałów o tym, że niedobór pracowników już zaczął ograniczać aktywność przedsiębiorstw.** Jedną z możliwych konsekwencji tej sytuacji jest wyraźny wzrost presji płacowej, drugą ograniczenie tempa rozwoju gospodarczego, szczególnie po tym, jak obniżka wieku emerytalnego w październiku „wysie” z rynku pracy tysiące pracowników.

■ Inflacja ponownie zaczęła rosnąć, głównie za sprawą cen paliw i żywności, ale presja popytowa pozostaje niska (inflacja bazowa wciąż poniżej 1% r/r). W sytuacji prawdopodobnego nasilenia presji płacowej **można się spodziewać, że procesy inflacyjne zaczną stopniowo przybierać na sile, ale nadal nie zakładamy, aby dynamika CPI przekroczyła cel 2,5% przed 2019 r.**

■ Wciąż wierzymy, że **polski bank centralny będzie utrzymywał politykę pieniężną bez zmian tak długo jak to możliwe, nawet do IV kw. 2018.** W ostatnim okresie pojawiły się głosy kilku członków RPP o potrzebie wcześniejszego rozpoczęcia normalizacji polityki, ale zdecydowana większość członków Rady wciąż opowiada się za pozostawieniem status quo. Bilans głosów może zacząć się zmieniać dopiero kiedy dane z rynku pracy wyraźnie potwierdzą mocny wzrost presji płacowej.

■ Projekt budżetu na 2018 r. zakłada umiarkowany wzrost deficytu, co w warunkach szybkiego wzrostu PKB trzeba uznać za niezbyt trafny kierunek. Ale ten rok zapewne zakończy się deficytem znacznie poniżej planu. W efekcie, perspektywy fiskalne raczej nie będą mocno niepokoić ani inwestorów, ani agencji ratingowych.

■ Kurs EURPLN był w sierpniu dość zmienny, reagując na czynniki geopolityczne, solidne dane krajowe i globalne oraz gołębią politykę głównych banków centralnych. **Spodziewamy się umocnienia złotego w najbliższych tygodniach,** za sprawą pozytywnych nastrojów na świecie i dobrych danych makro. PLN może osłabić się pod koniec roku jeśli Fed zdecyduje się na kolejną podwyżkę stóp procentowych (co nie jest obecnie wymieniane przez rynki).

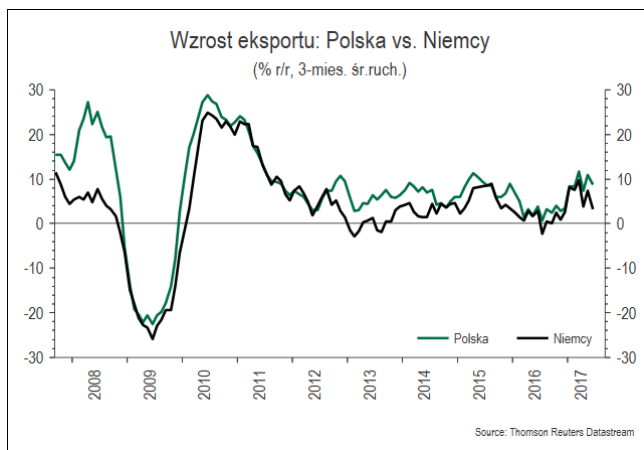
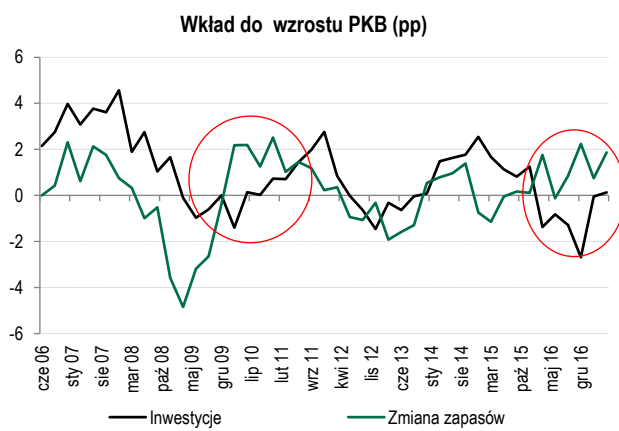
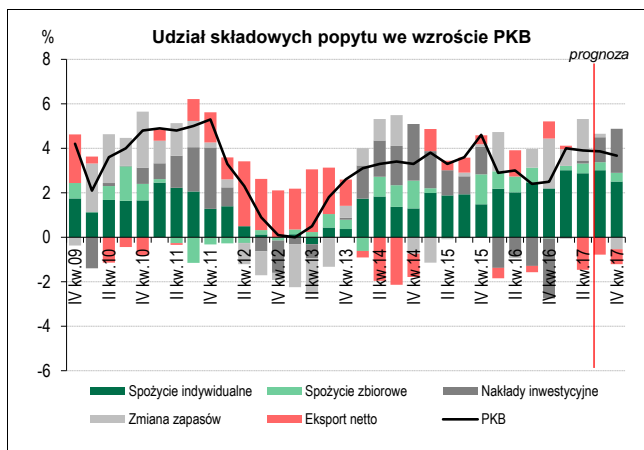
■ **Spodziewamy się dalszej presji na spadek rentowności na krajowym rynku długu** do końca miesiąca w związku z niskimi potrzebami pożyczkowymi rządu i dobrymi globalnymi nastrojami.

Na rynku finansowym 7 września 2017 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,2466
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,65	USDPLN	3,5511
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,14	CHFPLN	3,7526

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 7.09.2017 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, Datastream, Work Service, BZ WBK

Solidny wzrost utrzymał się w II kw.

Według GUS PKB urosł w II kw 2017 roku o 3,9% r/r po wzroście o 4% w I kw. Konsumpcja prywatna pozostała główną podporą wzrostu gospodarczego, rosnąc o 4,9% r/r – najszybciej od IV kw. 2008 r. Wspierała ją doskonała sytuacja na rynku pracy, stopniowe obniżanie się bezrobocia i rekordowe wskaźniki optymizmu konsumentów. Inwestycje urosły po raz pierwszy od końca 2015 roku, ale o zaledwie 0,8% r/r. Zmiany zapasów czwarty kwartał z rzędu dały istotny dodatni wkład do wzrostu (w II kw. +1,9 pp). Ogólnie, ta kategoria uznawana jest za niestabilne źródło wzrostu, ale skoro spodziewane jest (i potwierdzone przez niektóre wskaźniki) odbicie inwestycji to znaczący wzrost zapasów może okazać się nieukończonymi inwestycjami. Historycznie, odbicie inwestycji w 2011 roku poprzedzone było kilkoma kwartałami rozbudowy zapasów a w 2014/2015 i w 2007/2008 inwestycje i zapasy najpierw rosły razem, ale w późniejszej fazie ożywienia wydawało się, że osłabienie zapasów pomagało przedłużyć okres rosnących nakładów inwestycyjnych.

Bilans handlowy negatywny dla wzrostu

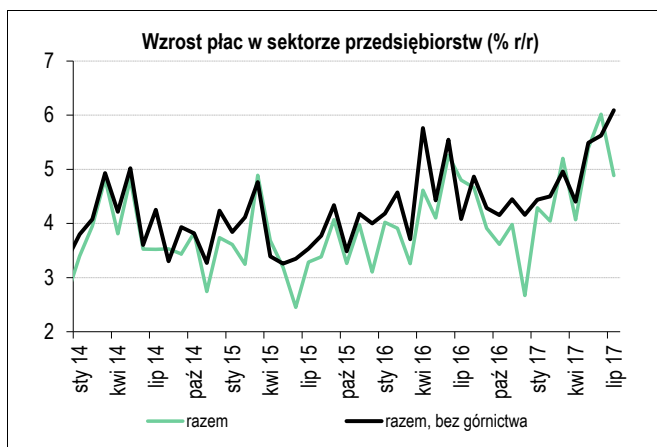
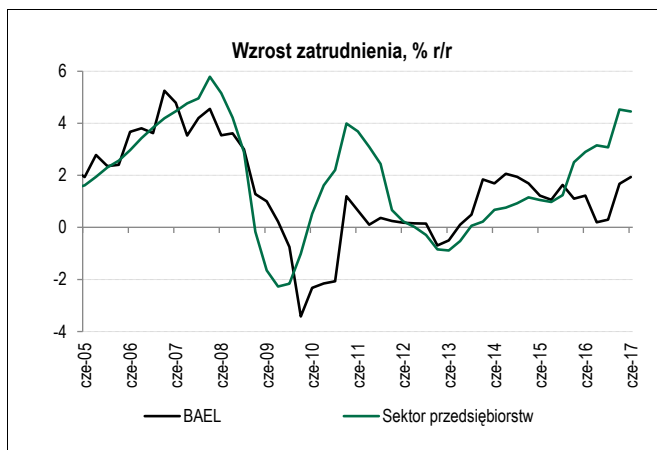
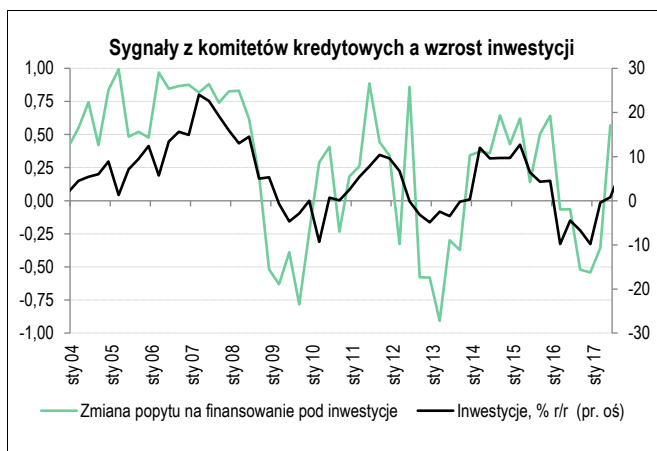
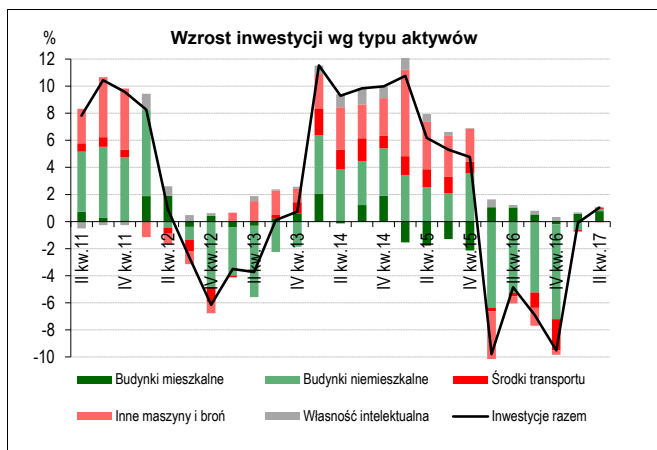
Wkład eksportu netto do dynamiki PKB wyniósł -1,5 pp, co było największym obciążeniem dla wzrostu od III kw. 2014 roku. Pogorszenie bilansu handlowego wynikało ze spadku tempa realnego eksportu. To duże zaskoczenie z uwagi na solidną koniunkturę w strefie euro (główny partner handlowy), która powinna sprzyjać sprzedaży polskich dóbr za granicą. Przy bliższym spojrzeniu na dane z Zachodniej Europy widać pogorszenie niemieckiego eksportu, z którym polski eksport jest w ścisłym związku. Zwracamy uwagę, że wskaźniki PMI w naszym regionie ostatnio radziły sobie gorzej niż niemiecki odpowiednik, co sugeruje, że impuls wzrostowy z rdzennej gospodarki strefy euro nie przenosi się idealnie na kraje, które ją zaopatrują. To z kolei pokazuje, że choć dobry wzrost w strefie euro powinien przekładać się na poprawę polskiego eksportu to struktura tego wzrostu jest mniej korzystna niż można było zakładać. Gdyby tendencje te się utrzymały, mogłoby to prowadzić do trwałej ujemnej kontrybucji eksportu netto do PKB w kolejnych kwartałach (szczególnie w warunkach oczekiwanego ożywienia inwestycji).

Czy brak rąk do pracy blokuje wzrost?

Według nas wzrost PKB w III kw. powinien pozostać przy 4% r/r ale kolejne kwartały pokażą raczej wyhamowanie niż dalsze przyspieszenie. Perspektywy eksportu wydają nam się teraz gorsze niż zakładaliśmy do tej pory a niedobór siły roboczej może okazać się poważnym ograniczeniem. Do tego dojdzie silnie ujemny efekt bazy w IV kw. Zmieni się też struktura wzrostu. Zakładamy ożywienie inwestycji głównie dzięki wykorzystaniu funduszy unijnych i wyższym wydatkom publicznym (w II kw. nakłady na inwestycje samorządów wzrosły o 25% r/r), a później dołączą przedsiębiorstwa.

Sierpniowy raport PMI przyniósł dalsze dowody na niedobór rąk do pracy. Indeks przez II i III kw. zaskakiwał negatywnie wbrew poprawie nastrojów w silnie powiązanej gospodarczo z Polską strefie euro. Miał się też gorzej niż wskaźniki dla Czech i Węgier. Co stało za tą relatywną słabością? Raporty Markit wskazywały na chwiejne zamówienia krajowe (słabe w maju i lipcu), ale ciężcy mogło też wyhamowanie niemieckiego eksportu. Ostatni, sierpniowy raport otwarcie wskazał na wakaty jako przyczynę opóźnień w realizacji kontraktów oraz na niedostateczną podaż surowców. W sierpniu sub-indeks zatrudnienia cofnął się do poziomu z czerwca, który z kolei był najniższym odnotowanym od blisko 3 lat i to w sytuacji gdy inne badania potwierdzają utrzymujący się wysoki popyt na pracę. Rynek pracy to wąskie gardło, które, jak pokazuje badanie Work Service, może nawet odbijać się negatywnie na planach inwestycyjnych przedsiębiorstw.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Odbicie inwestycji zdaje się być tuż za rogiem

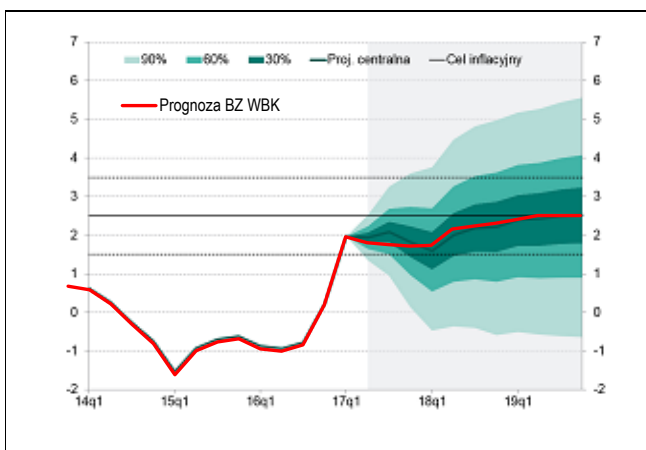
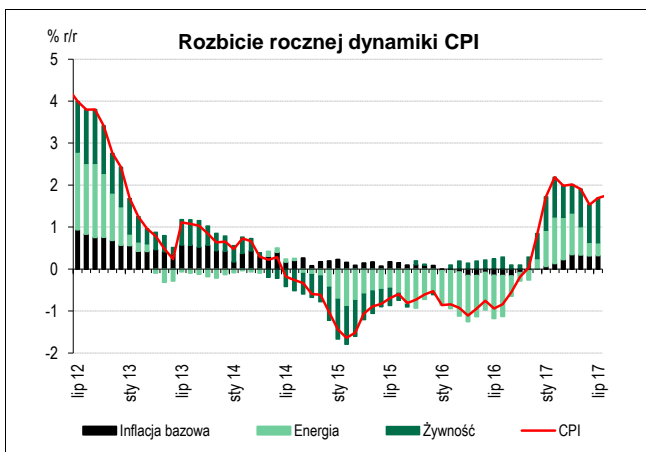
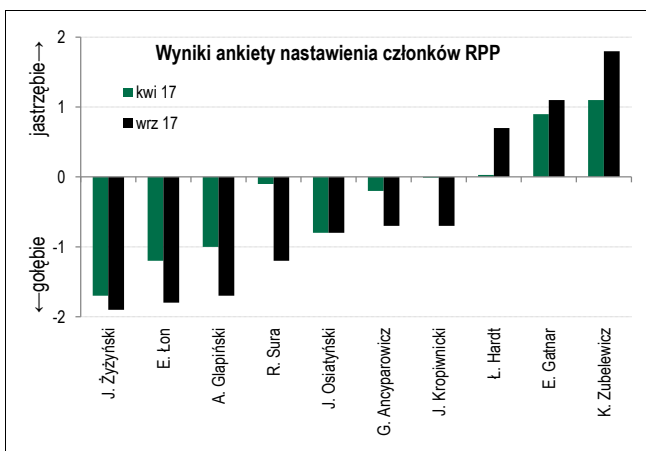
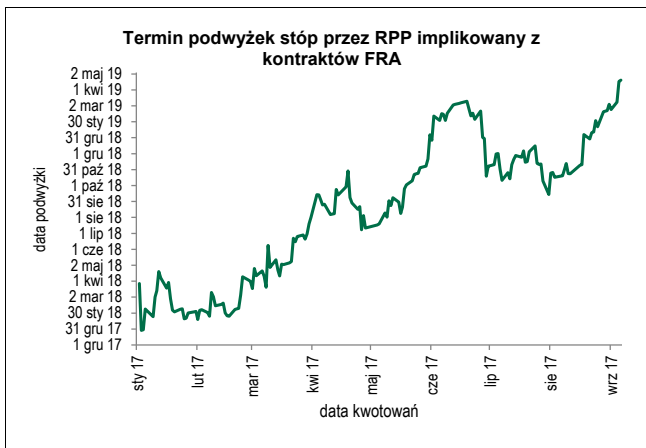
▪ Jedną z niespodzianek w danych o PKB za II kw. był brak odbicia inwestycji. Wiele wskaźników sugerowało poprawę. Stopa wzrostu 0,8% r/r i 0,5% k/k była równie rozczarowująca co zachowanie inwestycji w I kw. (gdy nie zdołały urosnąć r/r). Sektor budowlany przyspieszył już w marcu a w lipcu pokazał wzrost produkcji o 20% r/r. Badanie koniunktury GUS pokazuje, że ten sektor otrzymuje silny strumień nowych zamówień i zgłasza wysoki popyt na pracę. Problem w tym, że za tymi wynikami stoją nowe inwestycje samorządów i budownictwo mieszkaniowe, podczas gdy przedsiębiorstwa trzymają się na uboczu. Wydatki na maszyny i urządzenia w firmach zatrudniających ponad 50 osób spadły w II kw. Rozbicie inwestycji przedstawione przez Eurostat dla II kw., że nie wzrosły nakłady ani na budynki niemieszkalne, ani na technologie informacyjne i komunikacyjne, ani na maszyny i sprzęt nie transportowy. Skromny wzrost inwestycji o 0,8% r/r był zasługą budowy mieszkań. To rozbicie zdaje się kłócić z miesięcznymi danymi o produkcji budowlanej, w których przebiegał ogromny wzrost nakładów na obiekty inżynierii lądowej i wodnej, zapewne powiązany z ok. 25% wzrostem r/r wydatków infrastrukturalnych w samorządach. Jeśli chodzi o wydatki inwestycyjne sektora prywatnego, realne dane nie pokazują jeszcze odbicia. Najwyraźniejsze dostępne potwierdzenie pochodzi z ankiety NBP wśród komitetów kredytowych, która wychwyliła zdecydowany wzrost zainteresowania w II kw. finansowaniem pod inwestycje. Szybko, bo w tempie 11% r/r, rosą też kredyty inwestycyjne. Mimo to łączne inwestycje nie wsparły wzrostu PKB w II kw.

▪ Otwartym pytaniem pozostaje czy napięcia na rynku pracy wspierają czy ograniczają inwestycje. Z jednej strony inwestowanie w technologię to sposób na ucieczkę z pułapki niedoboru siły roboczej (stopa bezrobocia jest rekordowo niska). Z drugiej strony inwestycje ukierunkowane na zwiększenie skali produkcji stoją przed dylematem – koszty pracy przy ekspansji wzrosłyby ponadproporcjonalnie (z uwagi na presję płacową), co pogarsza bilans kosztów i korzyści. Zniechęcająco może też działać szybki wzrost kosztów materiałowych. Poza tym przedsiębiorcy mogą zbyt dobrze pamiętać okres przed globalnym kryzysem finansowym, kiedy przegrzany rynek pracy wywindował firmowe fundusze płac, co potem utrudniło firmom dostosowanie się do recesyjnego środowiska, gdy wybuchł kryzys. Mogą też występować teraz skutki uboczne 2,5-rocznego okresu deflacji – firmy i konsumenci mogą silniej oponować podwyżkom cen (tj. transmisja wyższych kosztów materiałowych i kosztów pracy na klientów może być utrudniona). Kolejnym utrudnieniem dla podejmowania inwestycji modernizacyjnych jest strumień zamówień, który nie daje czasu na technologiczne przestoje w bieżącej produkcji.

Przyspieszenie w płacach wesprze konsumpcję prywatną

▪ Raport NBP o sytuacji finansowej gospodarstw domowych wskazał, że w I kw. ich dochody ledwo wzrosły w ujęciu r/r. Autorzy zasygnalizowali, że w II poł. roku, żeby podtrzymać wysokie tempo konsumpcji może być konieczny spadek stopy oszczędzania. Wygaśnię wtedy efekt 500+ w ujęciu r/r (choć program wystartował w kwietniu wypłaty w pełnej skali ruszyły w III kw. 2016). Informacja z raportu NBP kładzie się cieniem na prognozach rynkowych dla PKB i szacunkach budżetu na 2018 rok, skoro polegają one na prężnej konsumpcji prywatnej. Uważamy, że choć część widocznego w danych wzrostu zatrudnienia może być jedynie skutkiem zmiany formy umów, to wzrost liczby posiadających pracę jest realny i potwierdzony danymi BAEL. Co więcej, mamy wreszcie potwierdzenie przyspieszenia w płacach (jeśli ich dynamikę oczyścić z zaburzeń ze strony górnictwa). Naszym zdaniem strona dochodowa pozostanie silna r/r pomimo ustania wpływu 500+ i nadal będzie wspierać wysoką ścieżkę konsumpcji.

Pod lupą: polityka pieniężna



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

Układ sił w RPP bez zmian

W ostatnich tygodniach członkowie gołębiej frakcji w RPP nie byli zbyt aktywni w mediach, ale nadal są w większości w Radzie. Zwykle wypowiedzi udzielał jedynie prezes Głapiński, który powtarzał, że jego zdaniem stopy mogą pozostać bez zmian do końca 2018. Wygląda na to, że „jastrzębie” bardziej aktywnie starają się wpłynąć na poglądy innych członków RPP i w ostatnim czasie zyskali nowe argumenty, ale nadal są w mniejszości.

Ankieta przeprowadzona na początku września przez PAP wśród ekonomistów pokazała, że teraz dość łatwo jest rozróżnić „gołębie” od „jastrzębi” i że od kwietniowego posiedzenia RPP jako całość stała się bardziej gołębia.

W trakcie wakacji pojawiło się kilka wywiadów sugerujących, że nastawienie niektórych członków (Osiatyński, Ancyparowicz) mogło stać się bardziej jastrzębie, ale wynik wrześniowego posiedzenia pokazał, że układ sił w RPP nie uległ zmianie.

Co ciekawe, na konferencji prasowej po wrześniowej decyzji szef NBP był w towarzystwie dwóch członków, którzy wcześniej wskazywali na istotność sytuacji na rynku pracy: Jerzego Osiatyńskiego i Jerzego Kropiwnickiego. Obaj wydawali się jednak nie za bardzo przejmować ryzykiem, że sytuacja na rynku pracy może wywołać wzrost inflacji. Wg wyników ankiety PAP, obaj sytuują się gdzieś w środku stawki (blisko poziomu „neutralnego”), więc ich nastawienie może się przesunąć w kierunku bardziej jastrzębiego jeśli dane pokażą, że presja płacowa istotnie się nasila i możemy zobaczyć (raczej jeszcze nieudane) głosowania nad podwyżką stóp przed IV kw. 2018.

Czy konsumenci są za bardzo optymistyczni?

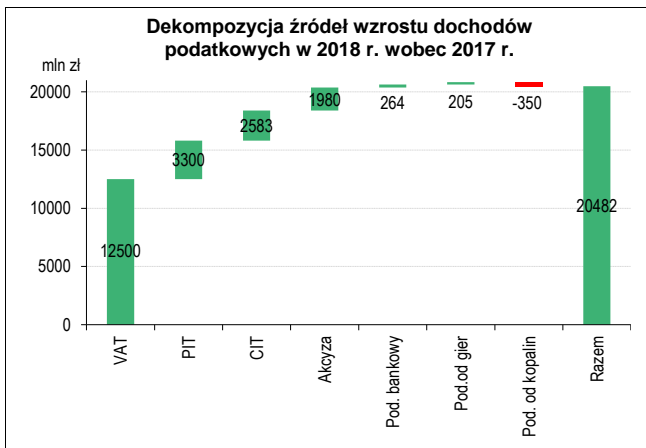
Minutes z lipcowego posiedzenia RPP pokazały, że zdaniem „jastrzębi”, kolejne decyzje powinny uwzględniać wpływ ujemnych realnych stóp procentowych (utrzymujących się od stycznia) na rynek kredytowy, ceny aktywów i stopę oszczędności gospodarstw domowych. Raport opublikowany ostatnio przez NBP wskazał, że stopa oszczędności gospodarstw domowych może niebawem spaść, a dane o podaży pieniądza pokazały znaczne spowolnienie wzrostu depozytów gospodarstw domowych. W sierpniu indeks nastroju konsumentów osiągnął najwyższy poziom w historii, tak jak kilka jego indeksów składowych – ocena bieżącej sytuacji finansowej czy skłonność do ważnych zakupów. Skala odbicia tego ostatniego wskaźnika jest podobna do tej obserwowanej w latach 2006-2007, kiedy gospodarstwa domowe raportowały, że wydają więcej niż na to pozwala ich sytuacja finansowa.

Niezależnie, zakładamy, że stopy procentowe pozostaną w Polsce stabilne przez jeszcze przynajmniej rok, ale dyskusja wewnątrz RPP może się nasilić wcześniej, niż przypuszczaliśmy. Rynek wycenia jeszcze dalszą datę podwyżki stóp – wiosnę 2019.

Inflacja znowu w górę

Wielu członków RPP powiedziało, że szybszy niż się spodziewają wzrost inflacji wpłynąłby na ich nastawienie. Ostatnia projekcja NBP zakłada, że w tym roku średni CPI wyniesie 1,9%, 2% w 2018 oraz 2,5% w 2019. Wg NBP, cel zostanie osiągnięty w drugiej połowie 2019. Lipiec był pierwszym miesiącem od stycznia, kiedy CPI zaskoczył w górę, co było wynikiem zmian leżących poza zasięgiem oddziaływania polityki pieniężnej – cen żywności oraz energii. Inflacja bazowa odbiła w kwietniu i od tego czasu spadała ustanawiając lokalny dołek w czerwcu, który może być punktem zwrotnym. Wydaje się, że jest mało prawdopodobne, aby do końca roku presja inflacyjna stała się na tyle silna, by zniwelować silny (0,5 pkt. proc) efekt wysokiej bazy, który będzie miał miejsce w grudniu. W maju ceny żywności oderwały się od sezonowego miesięcznego wzorca po informacjach o przymrozkach. W czerwcu nie spadły, a w lipcu wzrost m/m był największy w historii. Nie było to tylko kwestią podaży owoców i warzyw. Ceny żywności rosły też za sprawą mięsa (podobnie jak w całej UE) i produktów mlecznych (głównie masła). W sierpniu dodatkowo zaczęły rosnać ceny paliw.

Pod lupą: polityka fiskalna



Główne założenia makro do budżetu na 2018 r.

	2016	2017	2018
Wzrost PKB	2.7	3.6	3.8
- Konsumpcja prywatna	3.8	4.0	3.5
- Inwestycje	-7.9	7.2	7.6
CPI	-0.6	1.8	2.3
Wzrost płac	4.1	4.9	5.3
EURPLN, średnio	4.36	4.27	4.25
NBP rate, średnio	1.5	1.5	2.3
Bilans obrotów bieżących	-0.3	-0.9	-1.0

Główne parametry budżetu na 2018 r. (mln zł)

	2017 plan (1)	2017 szacunki (2)	2018 plan (3)	zmiana (3) / (2)
Łączne dochody	324,055	343,836	355,717	3,5%
Dochody podatkowe	299,846	311,191	331,673	6,6%
VAT	143,000	153,500	166,000	8,1%
CIT	28,600	29,817	32,400	8,7%
PIT	51,000	52,200	55,500	6,3%
Dochody niepodatkowe	22,413	30,919	21,923	-29,1%
Łączne wydatki	383,400	376,773	397,209	5,4%
Saldo	-59,346	-32,937	-41,492	26,0%

	2017 plan (1)	2017 szacunki (2)	2018 plan (3)	zmiana (3) / (2)
Potrzeby pożyczkowe netto	79,012	53,780	63,323	17,7%
Finansowanie potrzeb pożyczkowych:				
Krajowe, w tym	62,613	47,827	57,917	21,1%
- obligacje rynkowe	62,613	44,547	57,917	21,1%
- bony skarbowe	-	-	-	0,0%
- inne	0,0	3,280	0,0	-100,0%
Finansowanie zagraniczne	16,398	5,953	5,406	-9,2%
-obligacje	6,619	-1,784	1,251	-

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

Deficyt fiskalny pewnie sporo poniżej planu

- Opublikowany projekt budżetu na 2018 r. zakłada, że planowane wykonanie deficytu w tym roku wyniesie ok. 33 mld zł (wobec 59,3 mld zł zakładanych na początku roku). Dochody budżetu mają być 18,5 mld zł powyżej planu, podczas gdy wydatki 7,9 mld zł poniżej harmonogramu.
- Sugeruje to, naszym zdaniem, że deficyt general government za ten rok mógłby swobodnie wynieść blisko 2% PKB. Minister finansów był jednak wyraźnie ostrożniejszy w swojej prognozie mówiąc o 2,5%. Biorąc pod uwagę sytuację z końca zeszłego roku, nie da się takiej sytuacji wykluczyć. Przypomnijmy, w grudniu 2016 r. deficyt budżetowy nagle i nieoczekiwanie wzrósł, bowiem rząd zdecydował się wygładzić ścieżkę deficytu przenosząc część wydatków na koniec 2016 z początku 2017 i przyspieszając zwroty z podatku VAT. Nie można wykluczyć, że tym razem będzie podobnie, co uzasadniałoby ostrożność wicepremiera Morawieckiego.

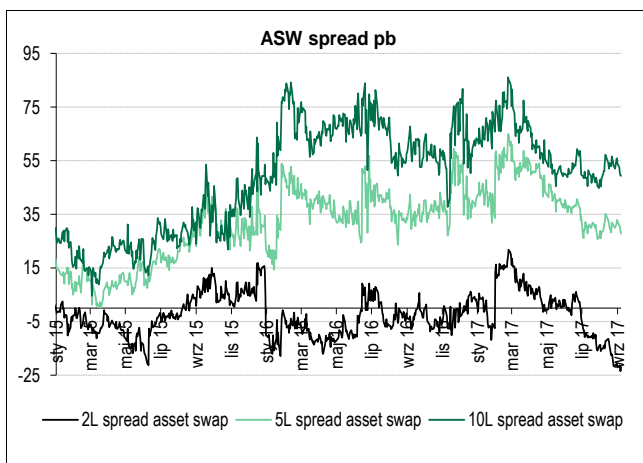
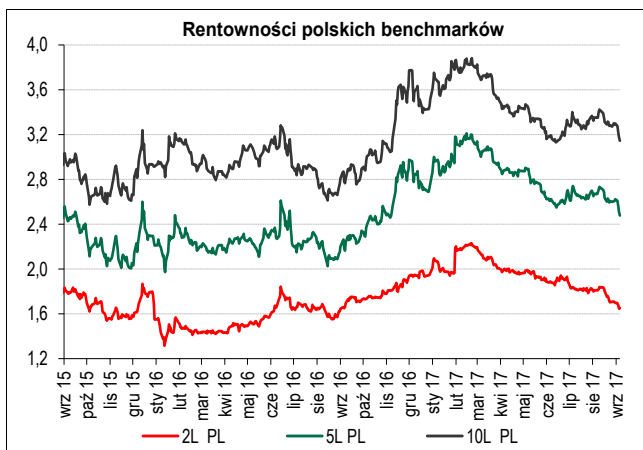
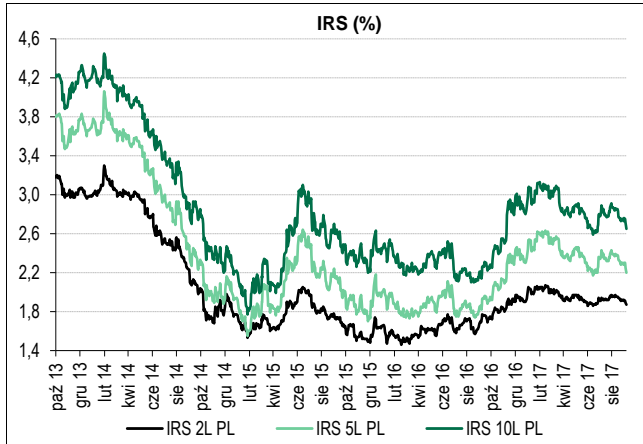
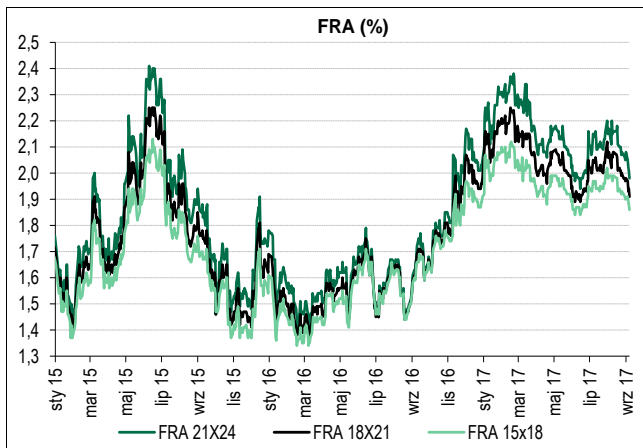
Budżet na 2018 – nieznaczne poluzowanie, ale pod kontrolą

- Projekt budżetu na 2018 r. zakłada deficyt fiskalny na poziomie 41,5 mld zł, dochody w wysokości 335,7 mld zł, a wydatki na 397,2 mld zł.
- Założenia makroekonomiczne przyszłorocznego budżetu wyglądają całkiem realistycznie, chociaż realne tempo wzrostu PKB jest nieco powyżej naszych oczekiwań prognozy. Niektóre z założeń są nawet konserwatywne. Dla przykładu, sądzimy, że średnie tempo wzrostu płac może być znacznie wyższe, przyczyniając się do powiększenia bazy podatkowej i wyższej konsumpcji prywatnej. Założono też, że główna stopa NBP będzie równa średniorocznej inflacji (2,3% r/r), co naszym zdaniem jest dość restrykcyjne biorąc pod uwagę obecne nastawienie polskich bankierów centralnych.
- Planowany wzrost wpływów podatkowych (6,6%) jest nieznacznie powyżej prognozowanego nominalnego tempa wzrostu PKB i ponad połowa tego wzrostu ma pochodzić z dalszej poprawy ściągłości podatków (domykanie luki podatkowej ma przynieść kolejne 10,8 mld zł).
- Wydatki budżetu mają wzrosnąć o 20,4 mld zł (5,4% r/r) i większość będzie przeznaczona na pokrycie rządowych programów (obniżenie wieku emerytalnego, 500+, mieszkanie plus, wydatki na obronność), co zostawia niewiele miejsca na wzrost wydatków w innych obszarach (np. inwestycjach). Stosunek wydatków do PKB ma się obniżyć do 19,3%, najniżej od 2015.
- Projekt budżetu zakłada, że deficyt general government wyniesie 2,7% PKB, co oznacza umiarkowane poluzowanie polityki fiskalnej (mimo szybszego wzrostu PKB) i odejście od średnioterminowego celu konsolidacji. Wiosenna Aktualizacja Programu Konwergencji zakładała deficyt GG na 2,9% w 2017 oraz 2,5% w 2018. Wydaje się jednak, że dopóki nie przekraczamy 3% PKB, nie powinien to być duży powód do zmartwień inwestorów czy Komisji Europejskiej.

Finansowanie przyszłorocznego budżetu

- Według planu, potrzeby pożyczkowe netto mają w przyszłym roku wynieść 63,3 mld zł wobec planowanego wykonania na ten rok na 53,8 mld (harmonogram zakładał 79 mld zł). Emisja obligacji netto na krajowy rynek ma wynieść 57,9 mld zł wobec 44,5 mld zł planowanych na ten rok. W 2018 roku potrzeby pożyczkowe brutto szacowane są na poziomie 181,7 mld zł vs 143,1 mld zł w roku bieżącym (najnowsze szacunki MF) i 178,5 mld zł zaplanowane w ustawie budżetowej. Sądzimy, że najnowsze wieści o potencjalnym odsunięciu w czasie zaostrzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne (w szczególności spowolnienie redukcji programów QE) powinny pomóc w sfinansowaniu kosztów długu po rozsądnych cenach. Dodatkowe wsparcie może pojawić się za sprawą dalszej redukcji emisji bonów pieniężnych przez NBP (przeciętny stan to około 70 mld zł) i większego udziału finansowania przez sektor ubezpieczeniowy i funduszy inwestycyjnych.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Zjazd rentowności napędzany przez gołębie banki centralne

Od początku sierpnia obserwowaliśmy stopniowe schodzenie stawek IRS na krajowym rynku stopy procentowej. Odbywało się to w warunkach zwykle sprzyjających wzrostom stawek tj. oczekiwań na dobre dane makro oraz na konferencję w Jackson Hole, gdzie inwestorzy antycypowali zapowiedź rozpoczęcia stopniowego wychodzenia przez EBC z polityki luzowania ilościowego oraz potwierdzenia przez Fed kontynuacji podwyżek stóp. Proces redukcji stawek przyspieszył począwszy od drugiej dekady sierpnia, po tym jak z USA zaczęły napływać mieszane dane, zaś Korea Północna uruchomiła serię niespodziewanie agresywnych działań przeciw USA i Japonii. Dodatkowy napęd dała konferencja w Jackson Hole, gdzie bankierzy centrali powstrzymali się od jakichkolwiek komentarzy mogących sugerować zaostrzenie polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Publikacje dobrych danych PKB za II kw. w Polsce oraz w regionie nie wpłynęły na podbicie stawek podobnie jak komunikat Moody's, w którym agencja oszacowała wzrost PKB w Polsce w 2017 roku na poziomie 4,3% (co implikuje prognozę wzrostu na II połowę roku na poziomie 4,7%). Dobiciem dla rynku była konferencja ECB, gdzie M. Draghi powiedział, że gospodarka strefy euro w dalszym ciągu potrzebuje znacznego wsparcia ze strony polityki pieniężnej i że program skupu aktywów będzie trwał do końca 2017, a w razie potrzeby jego działanie może zostać przedłużone. W efekcie krzywa IRS licząc od początku sierpnia zsunęła się z o 23 pb do 2,65% w segmencie 10L, 20 pb do 2,20% w 5L i 6 pb do 1,88% w segmencie 2L.

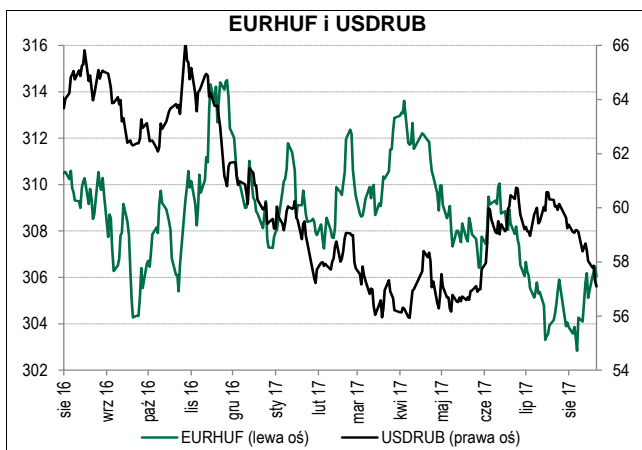
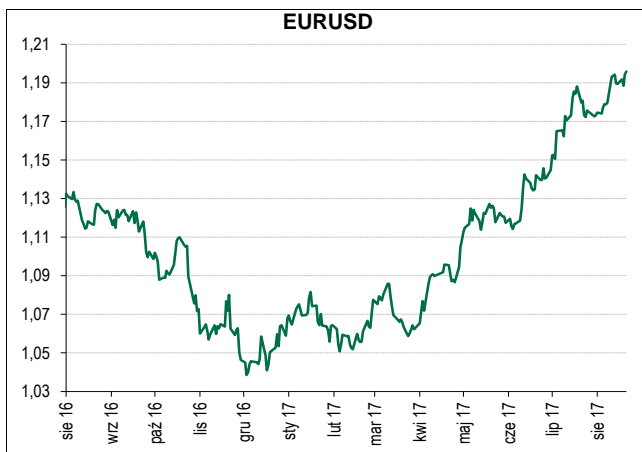
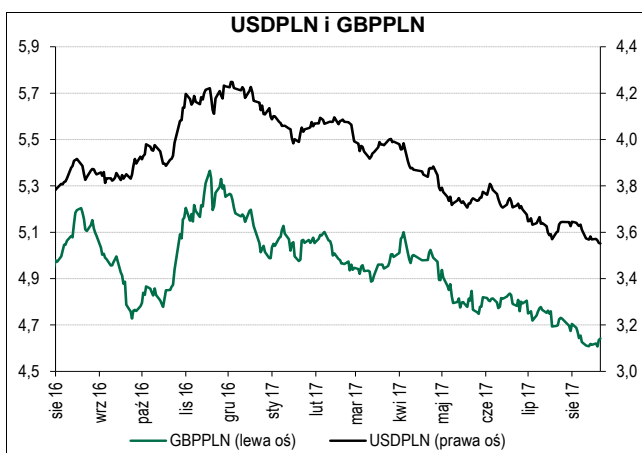
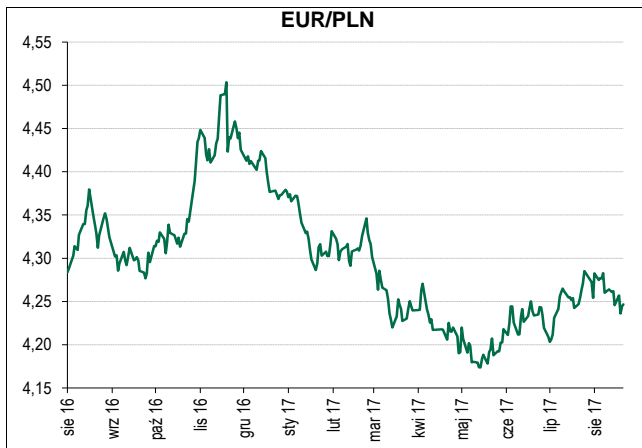
W przypadku obligacji mieliśmy do czynienia z nieco inną sekwencją zdarzeń. W pierwszych 10 dniach sierpnia rentowności rosły za sprawą wzrostu ceny ryzyka kredytowego, co było związane z przekazem jaki zostanie wysłany na konferencji Jackson Hole oraz wzrostem ryzyka geopolitycznego w związku z sytuacją na półwyspie koreańskim. Jednak już w drugiej połowie miesiąca nastąpiło odreagowanie i spadek spreadów asset swap (ASW). Podkład dla tego ruchu został zbudowany poprzez serię mieszanych danych z USA, konferencję w Jackson Hole, dobre dane o PKB i, na początku września, komunikat Moody's. Podobnie jak w przypadku kontraktów IRS za zatknięcie flagi odpowiadał Mario Draghi. W rezultacie rentowności zjechały ze swojego szczytowego poziomu w pierwszej dekadzie miesiąca -3,44% dla 10L, 2,69% dla 5L i 1,84% dla 2L – do odpowiednio 3,14%, 2,47% i 1,65% na początku września.

Stawki FRA dla 3M Wibor zniżyły się na przestrzeni miesiąca w segmencie +12M, przy czym w przypadku stawek FRA21X24 rynek skasował prawie całą wycenianą wcześniej podwyżkę stóp, czyli 20 pb.

W perspektywie końca miesiąca spodziewamy utrzymania presji na obniżki rentowności na krajowym rynku długu w reakcji na coraz silniejszy spadek oczekiwań na bliskie wejście EBC na ścieżkę wychodzenia z polityki luzowania ilościowego. W krótkiej perspektywie zaburzeniem dla ścieżki dalszego schodzenia dochodowości może być realizacja zysków, która może nastąpić po publikacji aktualizacji ratingu przez Moody's. Wspierać scenariusz zniżek rentowności powinny niskie potrzeby pożyczkowe rządu (we wrześniu ma być tylko aukcja zamiany) oraz oczekiwania na kolejne poprawy prognoz dla polskiej gospodarki przez agencje ratingowe. Sądzymy, że na wycenę obligacji będą korzystnie oddziaływać tak spadek kosztu ryzyka kredytowego, jak i obniżki oczekiwanego poziomu stóp procentowych. To drugie będzie pochodną zachowań na rynkach bazowych, gdzie spodziewamy się utrzymania presji na zniżki kosztu finansowania.

W dłuższej niż miesięczna perspektywie spodziewamy się odbicia rentowności w górę ze względu na postępujące zacieśnienia na rynku pracy. Mimo to sądzymy, że ze względu na spodziewaną niską podaż długu w kraju i konieczność wydłużania zapadalności papierów skarbowych krótki koniec krzywej obligacyjnej pozostanie na niskim poziomie.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Bilans czynników na korzyść złotego

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, złoty osłabił się lekko do euro od kiedy opublikowaliśmy raport półroczny pod koniec czerwca. W ostatnich tygodniach krajowa waluta była pod presją awersji do ryzyka utrzymującej się na globalnym rynku i napięciu na linii rząd-Komisja Europejska. EURPLN wzrósł przejściowo do prawie 4,30 osiągając najwyższy poziom od marca, ale na początku września kurs jest ponownie blisko 4,25. Jednocześnie, umocnienie euro do dolara, franka i funta pchnęło USDPLN do 3,51, CHFPLN do 3,72, a GBPPLN do 5,60.

▪ W lipcu w Polsce wybuchły protesty przeciwko planowanym przez rząd zmianom w sądownictwie, co negatywnie wpłynęło na złotego. Chociaż prezydent Duda zawetował dwie z trzech ustaw, Komisja Europejska rozpoczęła procedurę praworządności. Pod koniec lipca KE dała rządowi miesiąc na odniesienie się do zarzutów. Sądymy, że konflikt w najbliższym czasie się nie nasili i KE będzie czekać na nową wersję ustaw przygotowaną przez prezydenta Dudę. Poza tym, ryzyko nałożenia na Polskę sankcji finansowych jest raczej małe, bowiem wymagałoby to poparcia wszystkich członków UE. Dlatego naszym zdaniem kwestia ta nie powinna mieć istotnego wpływu na krajowy rynek walutowy w najbliższych tygodniach.

▪ Dotychczas oczekiwaliśmy, że kurs EURPLN może utrzymać się w ciągu najbliższych dwóch-trzech miesięcy na podwyższonym poziomie i dopiero na koniec br. spaść do 4,20. Zdecydowaliśmy się jednak odwrócić chronologię tego scenariusza.

▪ Oceniamy, że w najbliższym czasie nastrój na rynku będzie dość dobry dzięki solidnym danym z globalnej gospodarki oraz brakowi sygnałów ze strony banków centralnych o możliwym przyspieszeniu procesu wychodzenia z luźnej polityki pieniężnej. Również konflikt polskiego rządu z KE nie powinien zwracać znacznej uwagi rynku dopóki ryzyko sankcji finansowych jest niskie. Jednocześnie, zakładamy, że do końca roku FOMC podniesie stopy jeszcze raz o 25 pb, czego rynek z kolei nie wycenia. Kiedy szanse na taki ruch zaczną rosnąć, może to pod koniec 2017 r. mieć wg nas negatywny wpływ na waluty z rynków wschodzących, w tym na złotego.

Dolar może odrabiać straty

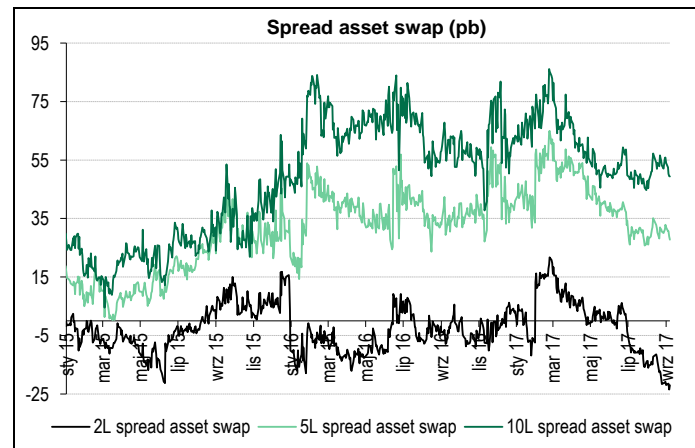
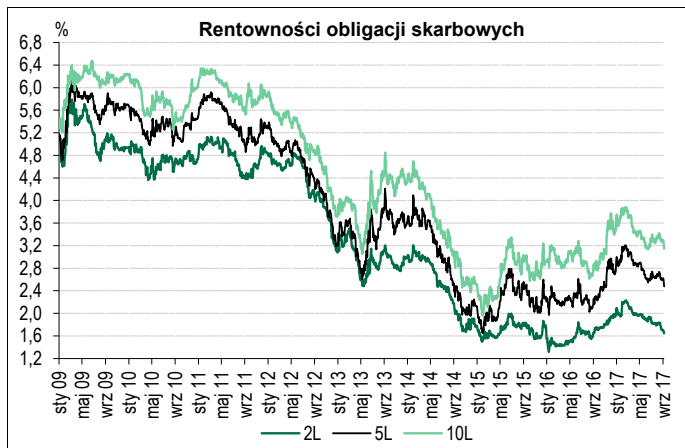
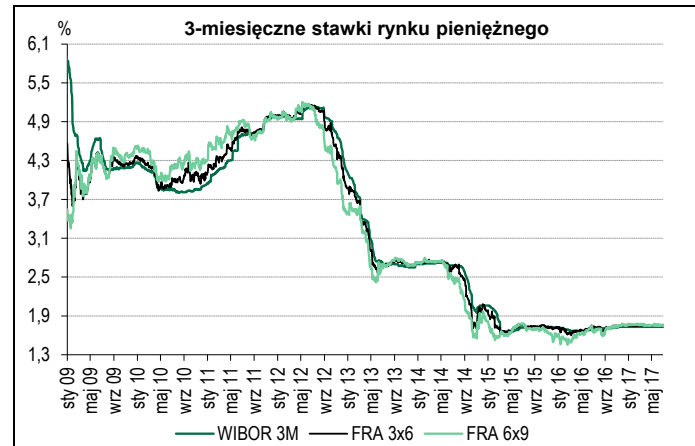
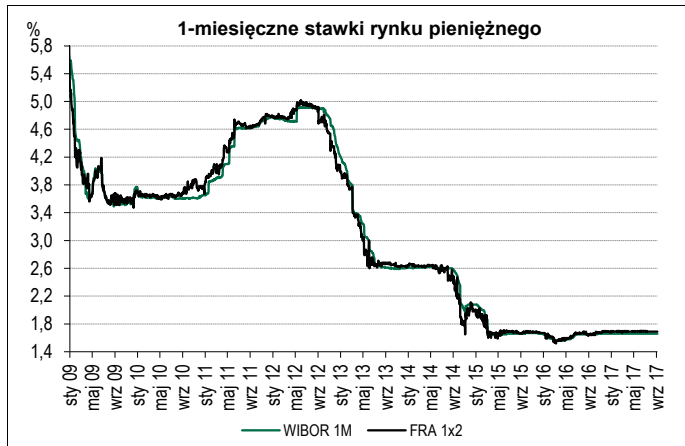
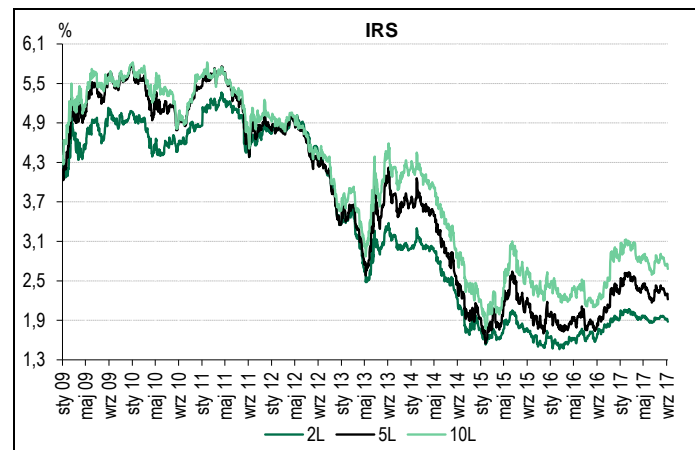
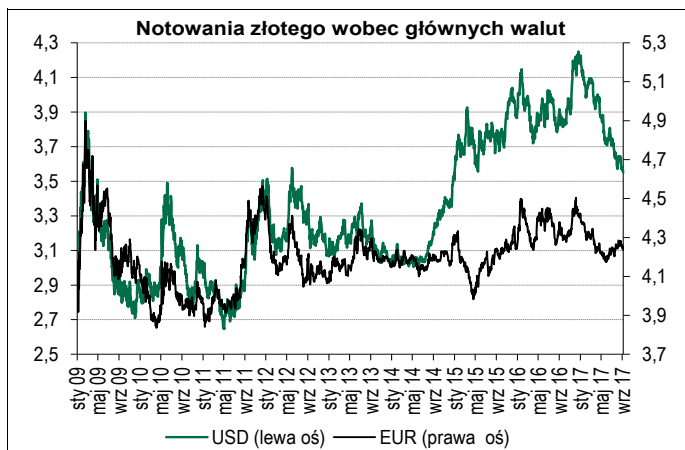
▪ EURUSD pozostał w silnym trendzie wzrostowym obserwowanym od początku roku. Głównym czynnikiem pchającym kurs powyżej 1,20 były mocne dane makro ze strefy euro, napięcie na linii USA-Chiny/Korea Północna i braku wyceniania przez rynek jeszcze jednej podwyżki stóp Fed w tym roku.

▪ Wydaje nam się, że osłabienie dolara jest przesadzone i EURUSD mógłby spaść do ok. 1,15. W horyzoncie do końca roku. Obecny poziom kursu nie uwzględnia siły gospodarki USA, podczas gdy po ostatnich mocnych odczytach ze strefy euro trudno może być już o kolejne tak optymistyczne niespodzianki. Dodatkowo, spodziewamy się, że FOMC podniesie stopy jeszcze raz o 25 pb do końca roku, a rynek nie wycenia na ten moment takiego scenariusza, więc ruch taki mógłby umocnić dolara. Jednocześnie, mocne euro może skłonić EBC do opóźniania normalizacji polityki pieniężnej.

Podwyżka stóp w Czechach umacnia koronę

▪ Głównym wydarzeniem ostatnich miesięcy w regionie CEE była podwyżka stóp procentowych w Czechach. Tamtejszy bank centralny (CNB) podwyższył główną stopę procentową o 20 pb do 0,25%, co było pierwszym takim krokiem ze strony władz monetarnych w naszym regionie od pięciu lat. Szef banku Jiri Rusok powiedział, że przesłankami za podwyżką stóp były solidny wzrost gospodarczy, rosnąca inflacja i napięcia na rynku pracy. Komunikat towarzyszący podwyżce był jednak relatywnie gołąbi, ale pod koniec sierpnia dwóch czeskich bankierów centralnych powiedziało, że kolejny taki ruch mógłby mieć miejsce jeszcze w tym roku, co umocniło koronę i utrzymało kurs EURCZK blisko 26,0 mimo niestabilnego globalnego nastroju.

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
Czerwiec	9.06	OK1018/DS0726	3000-4000	4321,7					27.06	OK0716/IZ0816/PS1016	odwołany
Lipiec	7.07	OK/DS/WS	3000-6000	4431,9	28.07	PS0721/WZ1122/WZ0126	5000-8000	7950,9			
Sierpień	18.08	OK/PS/DS	5000-8000	7949,4							
Wrzesień	1.09	OK/DS/WZ	4000-7000	7593,5					22.09	PS1016/WZ0117/PS0417	PS0721/WZ0120/WZ0126
październik	6.10	OK1018/DS0727	3000-6000	6806,5	21.10	WZ0121/PS0422/WZ1122	6000-10000	9943,1			
Listopad	17.11	PS/WZ	3000-5000	3649,0					3.11	WZ0117/PS0417/DS1017	OK1018/IZ0823/DS0727
Grudzień									15.12	WZ0117/PS0417/DS1017	OK0419
Styczeń '17	5.01	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	6004,0	23.01	OK/PS/WZ/DS/WS/IZ	6000-9000	10684,7			
Luty	2.02	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	5964,3	16.02	OK/PS/WZ/DS/WS/IZ	3000-7000	7000,2			
Marzec	23.03	OK/PS/WZ/DS	3000-5000						02.03	PS0417/OK0717/DS1017	OK/PS/WZ/DS
Kwiecień	6.04	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	5000	25.04	OK/PS/WZ/DS	6000-9000	8970			
Maj	18.05	OK/PS/WZ/DS	3000	3000					25.05	OK0717/DS1017	OK/PS/WZ/DS
Czerwiec	9.06	OK/PS/WZ/DS/WS	3000	3000					22.06	OK0717/DS1017/WZ0118	OK/PS/WZ/DS

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 września PL: CPI (VIII) CZ: CPI (VIII)	12 PL: Inflacja bazowa (VIII)	13 PL: Bilans płatniczy (VI) EZ: Produkcja przemysłowa (VII)	14 US: CPI (VIII)	15 US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Wstępny Michigan (IX)
18 PL: Płace i zatrudnienie (VIII) EZ: CPI (VIII)	19 PL: Produkcja przemysłowa (VIII) PL: Sprzedaż detaliczna (VIII) PL: PPI (VIII) DE: Indeks ZEW (IX) HU: Decyzja banku centralnego US: Rozpoczęte budowy domów (VIII) US: Pozwolenia na budowę (VIII)	20 US: Sprzedaż domów (VIII) US: Decyzja FOMC	21 PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (IX)	22 PL: Podaż pieniądza (VIII) DE: Wstępny PMI – usługi (IX) DE: Wstępny PMI – przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI – usługi (IX)
25 PL: Stopa bezrobocia (VIII) DE: Indeks Ifo (IX)	26 US: Sprzedaż nowych domów (VIII) US: Indeks nastrojów konsumentów (IX)	27 CZ: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VIII) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII)	28 US: Trzeci szacunek PKB (II kw.)	29 PL: Wstępny CPI (IX) EZ: Wstępny CPI (IX) US: Dochody osobiste (VIII) US: Wydatki konsumentów (VIII) CN: PMI – przemysł (IX) US: Indeks Michigan (IX)
2 października PL: PMI – przemysł (IX) EZ: PMI – przemysł (IX) DE: PMI – przemysł (IX) US: ISM – przemysł (IX)	3 CZ: PKB (II kw.)	4 PL: Decyzja RPP DE: PMI – usługi (IX) EZ: PMI – usługi (IX) EZ: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Raport ADP (IX) US: ISM – usługi (IX)	5 US: Zamówienia przemysłowe (VIII)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (VIII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) US: Stopa bezrobocia (IX)
9 DE: Produkcja przemysłowa (VIII) CZ: Produkcja przemysłowa (VIII) CZ: CPI (IX)	10 DE: Eksport (VIII) HU: CPI (IX)	11 US: Minutes FOMC	12 PL: CPI (IX) EZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	13 PL: Inflacja bazowa (IX) US: CPI (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Wstępny Michigan (X)
16 PL: Bilans płatniczy (VIII)	17 PL: Płace i zatrudnienie (IX) EZ: CPI (IX) DE: Indeks ZEW (X) US: Produkcja przemysłowa (IX)	18 PL: Produkcja przemysłowa (IX) PL: Sprzedaż detaliczna (IX) PL: PPI (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę (IX) US: Beżowa Księga Fed	19 PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (X)	20 US: Sprzedaż domów (IX)

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							29		
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	13		11	13	16	10	
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14		23	22	23	23	

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17
PMI	pkt.	51,5	52,2	50,2	51,9	54,3	54,8	54,2	53,5	54,1	52,7	53,1	52,3	52,5	52,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,1	4,5	6,2	6,1	0,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-20,5	-15,3	-20,1	-12,8	-8,0	2,1	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,6	19,8	27,9	19,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,9	8,6
Stopa bezrobocia	%	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	7,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	5,9	5,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,7	4,6
Eksport (w euro)	% r/r	9,3	3,1	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	16,2	8,7	10,4	12,0	3,0
Import (w euro)	% r/r	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	21,4	15,0	11,1	13,0	6,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-387	5	-89	297	-114	290	-247	142	211	-277	-227	-400,0	-576	-462
Rachunek bieżący	mIn EUR	-729	-858	172	99	-219	2 342	-599	-529	-160	-298	-932	-532	-953	-1 092
Rachunek bieżący	% PKB	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-14,9	-20,6	-24,6	-27,6	-46,2	6,7	0,9	-2,3	-0,9	-0,2	5,9	2,4	-1,6	-9,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	27,3	37,7	45,0	50,4	84,3	-11,4	-1,4	3,8	1,5	0,3	-9,9	-4,0	2,8	16,3
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	1,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,2	3,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,3	5,5
Zobowiązania	% r/r	9,9	9,1	8,7	9,6	9,1	8,3	7,7	7,3	6,1	5,7	4,5	4,6	4,8	5,0
Należności	% r/r	3,7	3,7	3,9	4,8	4,7	3,5	4,8	5,3	4,5	4,8	4,4	4,5	5,5	5,3
EUR/PLN	PLN	4,30	4,32	4,31	4,39	4,44	4,37	4,31	4,29	4,24	4,20	4,21	4,24	4,26	4,24
USD/PLN	PLN	3,84	3,86	3,91	4,07	4,20	4,11	4,05	4,02	3,96	3,80	3,75	3,68	3,61	3,58
CHF/PLN	PLN	3,96	3,96	3,96	4,08	4,13	4,08	4,04	4,01	3,95	3,85	3,87	3,83	3,74	3,73
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	1,61	1,71	1,75	1,85	1,95	2,01	2,20	2,08	1,98	1,95	1,90	1,82	1,80	1,62
Rentowność obligacji 5L	%	2,14	2,26	2,43	2,74	2,80	2,94	3,15	3,02	2,87	2,79	2,61	2,65	2,67	2,53
Rentowność obligacji 10L	%	2,71	2,85	3,01	3,41	3,55	3,69	3,82	3,66	3,42	3,35	3,19	3,30	3,35	3,12

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2015	2016	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
PKB	mld PLN	1 798,3	1 851,2	1 958,6	2 073,7	453,8	474,3	480,2	550,4	479,8	502,2	508,6	583,1
PKB	% r/r	3,8	2,7	3,9	3,6	4,0	3,9	3,9	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,4	4,7	3,9	4,1	5,6	4,8	4,5	4,1	4,1	3,8	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,8	4,9	4,9	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-7,9	4,7	8,0	-0,4	0,8	6,5	8,1	8,0	8,0	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	2,9	5,0	5,5	7,3	4,3	4,3	4,5	3,1	3,7	8,0	7,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	-14,6	15,9	18,3	5,6	8,4	22,2	21,4	23,2	26,6	16,7	12,1
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	1,5	3,9	8,0	6,7	9,6	7,6	8,0	7,1	6,0	7,3	7,7	5,6
Stopa bezrobocia ^b	%	9,7	8,3	7,1	6,3	8,1	7,1	7,0	7,1	7,2	6,4	6,2	6,3
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,3	3,8	5,8	7,7	4,1	5,0	5,3	7,6	7,8	7,8	7,8	8,0
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,6	0,8	3,2	3,3	3,4	3,3	1,2	0,9	0,6	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	8,5	2,7	9,6	9,0	11,7	8,6	8,3	9,9	9,0	9,0	9,0	9,0
Import (w euro)	% r/r	5,0	2,9	12,2	9,6	13,8	13,1	9,9	11,9	10,0	9,5	9,5	9,5
Bilans handlowy	mIn EUR	2 213	1 921	-2 337	-3 768	188	-293	-1 438	-794	-275	-563	-1 807	-1 123
Rachunek bieżący	mIn EUR	-2 653	-870	-2 939	-3 563	1 244	-1 390	-2 577	-216	1 096	-1 523	-2 814	-322
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,6	-2,4	-2,4	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,6	1,8	2,2	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	2,2	2,3	2,3
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-0,5	0,8	1,5	2,3	2,0	1,5	1,9	1,5	1,8	2,2	2,3	2,3
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,3	-0,2	0,7	1,7	0,3	0,8	0,8	0,9	1,5	1,5	1,8	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,2	-0,2	3,0	2,5	4,4	2,8	2,8	1,9	1,1	2,7	3,1	2,9
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9,1	9,6	6,4	8,2	7,8	5,0	5,7	6,4	6,9	7,3	7,7	8,2
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,1	6,2	8,2	7,3	4,5	5,4	6,2	6,7	7,2	7,7	8,2
Należności ^b	% r/r	6,9	4,7	4,5	6,3	5,3	4,4	4,5	4,5	5,0	5,4	5,8	6,3
EUR/PLN	PLN	4,18	4,36	4,25	4,22	4,32	4,22	4,25	4,23	4,22	4,23	4,23	4,22
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,79	3,61	4,06	3,83	3,62	3,63	3,67	3,64	3,59	3,55
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,86	3,67	4,04	3,89	3,77	3,76	3,73	3,71	3,68	3,58
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
WIBOR 3M	%	1,75	1,70	1,73	1,76	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,87
Rentowność obligacji 2L	%	1,70	1,63	1,86	2,29	2,10	1,94	1,75	1,68	2,09	2,30	2,32	2,44
Rentowność obligacji 5L	%	2,21	2,35	2,78	3,11	3,03	2,76	2,62	2,71	3,02	3,12	3,10	3,19
Rentowność obligacji 10L	%	2,69	3,04	3,43	3,79	3,72	3,32	3,26	3,42	3,71	3,80	3,78	3,86

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 7.09.2017 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
Grzegorz Ogonek	22 534 19 23
Konrad Soszyński	22 534 18 86
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