

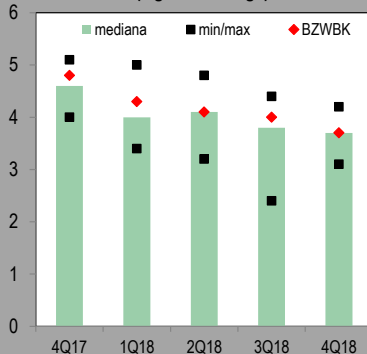
# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

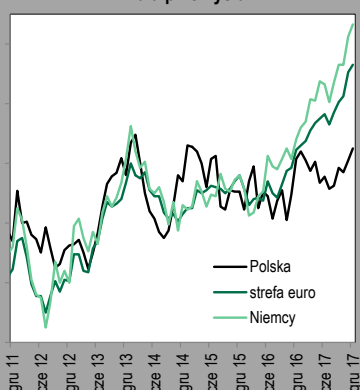
Styczeń 2018

## Płyniemy na fali

Prognozy PKB na kolejne kwartały  
(wg Bloomberg)



PMI dla przemysłu



### 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](http://skarb.bzwbk.pl)  
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luźniński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Konrad Soszyński 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

■ Proces rewizji w górę prognoz ekonomicznych dla Polski jeszcze się nie skończył. Sprzyjają temu wciąż zaskakujące pozytywnie krajowe dane ekonomiczne i poprawiające się perspektywy gospodarki światowej, objawiające się wskaźnikami wyprzedzającymi koniunktury osiągającymi nowe rekordy. Bank Światowy podwyższył ostatnio prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski, do 4,5% w 2017 r. i 4,0% w 2018 r., czyli dokładnie do poziomu naszych prognoz, które przedstawiliśmy w grudniu w [raporcie z perspektywami na 2018 r.](#) Pierwszy szacunek wzrostu PKB za 2017 r. zostanie opublikowany przez GUS w końcu stycznia i chociaż nie zmieniliśmy naszej prognozy od grudnia, to nie wykluczamy kolejnej pozytywnej niespodzianki, ponieważ wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale 2017 r. mógł być ponownie bliski 5% r/r.

■ Sytuacja na rynku pracy pozostaje sporą zagadką. Chociaż rośnie odsetek firm narzekających, że niedobory pracowników są najważniejszym czynnikiem ograniczającym ich możliwości rozwojowe, to jednak dane pokazują, że wzrost zatrudnienia nie tylko nie słabnie, ale wręcz nasilił się w ostatnich miesiącach. Według ZUS liczba nowych emerytur przyznanych po obniżeniu wieku emerytalnego przekroczyła 300 tys., co oznacza – wg naszych szacunków – że co najmniej 90 tys. osób musiało zrezygnować z pracy przynajmniej na krótką chwilę. A mimo to nie zakłóciło to wzrostowego trendu zatrudnienia. Być może zdecydowana większość nowych emerytów wznowiła aktywność zawodową bardzo szybko po nabyciu praw emerytalnych. Innym wyjaśnieniem może być zwiększony napływ pracowników z Ukrainy albo wzrost stopy aktywności zawodowej. Wciąż jednak oczekujemy, że pogłębiające się niedobory pracowników pchną w górę tempo wzrostu wynagrodzeń w najbliższych miesiącach, nawet do dwucyfrowego poziomu.

■ Główna miara inflacji spadła w grudniu do 2,0% z 2,5% w listopadzie, zgodnie z naszą prognozą i za sprawą efektu wysokiej bazy. Naszym zdaniem efekty statystyczne będą nadal wpływać na stopę inflacji w kolejnych kwartałach, w efekcie czego po jej przejściowym wzroście powyżej celu w połowie roku, zobaczymy ponowny spadek do 2% w grudniu. Jednocześnie, inflacja bazowa będzie się stopniowo pięła w górę do ok. 2% r/r na koniec roku.

■ Fluktuacje dynamiki CPI bez wyraźnego trendu będą prawdopodobnie wystarczającym argumentem dla banku centralnego aby utrzymać stopy procentowe bez zmian tak długo jak to możliwe. Konferencja prasowa RPP w styczniu ujawniła bardzo gołębie oblicze Rady i nadal uważamy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi nie wcześniej niż w listopadzie 2018.

■ Złoty umacniał się na przełomie roku za sprawą wysokiego popytu na aktywa o podwyższonym ryzyku. Jednak początek br. przyniósł korektę, głównie za sprawą umocnienia dolara. Oczekujemy kontynuacji tej korekty w najbliższych tygodniach, ponieważ amerykańska waluta może jeszcze zyskać na sile.

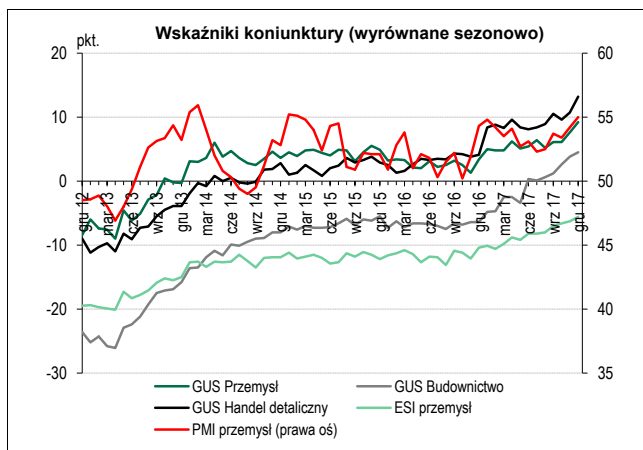
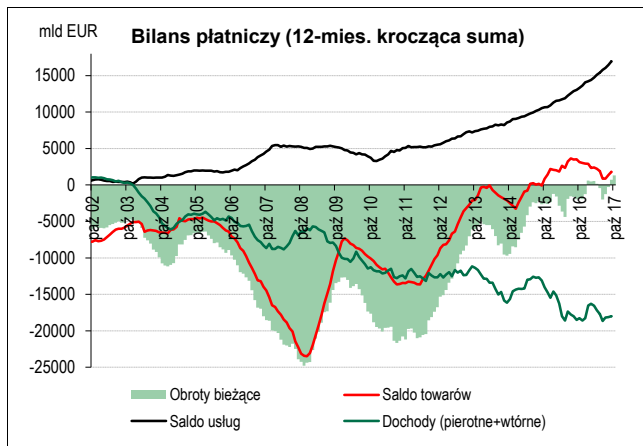
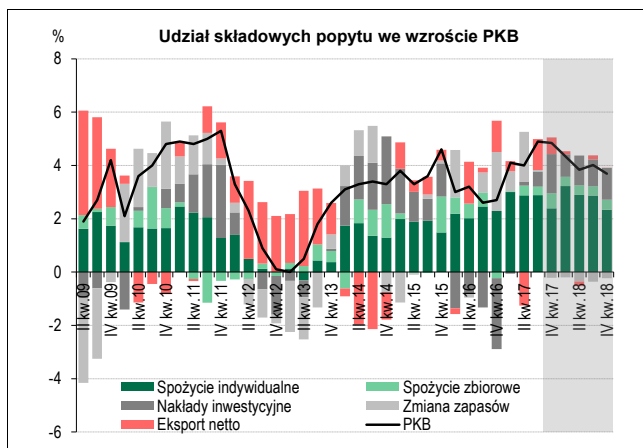
■ Bazowe rynki długu rozpoczęły rok 2018 od wzrostu rentowności, ale polskie obligacje pozostały bardziej stabilne. Spodziewamy się umocnienia krótkiego końca krzywej i papierów zmiennekuponowych w najbliższych tygodniach, dzięki łagodnej retoryce RPP i niskiej podaży papierów w styczniu. Długi koniec krzywej może być pod presją sytuacji na rynkach bazowych.

### Na rynku finansowym 11 stycznia 2018 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,72	EURPLN	4,1758
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,61	USDPLN	3,4950
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,34	CHFPLN	3,5683

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.01.2018 r.

## Gospodarka Polski



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

**Kolejna pozytywna niespodzianka w PKB?**

Dane o aktywności gospodarczej za październik i listopad pozostały mocne, co sugeruje kolejny wysoki odczyt PKB w IV kw. Średnie tempo wzrostu produkcji w IV kw. mogło wynieść ok. 7,9% r/r wobec 6,4% w III kw. a dla realnego wzrostu sprzedaży detalicznej 8,6% wobec 7,1%. Pozytywnie zaskoczył bilans handlu zagranicznego, zarówno w III kw jak i w październiku. Wiele wskaźników nastrojów kontynuowało marsz w górę. Wszystko to sugeruje, że zobaczymy kolejny silny wzrost w IV kw, pomimo rekordowo długiej fazy ożywienia (co skłania do szukania oznak stabilizacji) i wysokiej bazy z IV kw. 2016 gdy wzrost PKB wyniósł 1,8% kw/kw (wobec średnio 0,9% w pierwszych trzech kwartałach). Prognozujemy na IV kw. wzrost PKB 4,8% r/r, ale nie można wykluczyć następnej pozytywnej niespodzianki, ponieważ ryzyko jest naszym zdaniem wyraźnie asymetryczne w górę.

**Dobre wyniki w handlu zagranicznym w IV kw.**

Bilans handlowy w październiku zarówno dla towarów (0,6 mld €) jak i usług (1,6 mld €) był najwyższy spośród wszystkich październików od co najmniej 2004 r. O ile we wszystkich miesiącach I poł. 17 import rósł szybciej r/r niż eksport, to w II poł. role się odwróciły. W październiku eksport przyspieszył z 10% r/r do 15,4% a import z 7,5% do 12,9%. To dobry znak dla wkładu eksportu netto do wzrostu PKB za IV kw. który to wkład powinien pozostać dodatni, choć mniejszy niż w III kw. Bilans handlowy towarów i usług łącznie w IV kw. może wynieść ok. 5,8 mld € wobec 3,2 mld € w IV kw. 16.

**Silny sygnał ze strony wskaźników nastrojów**

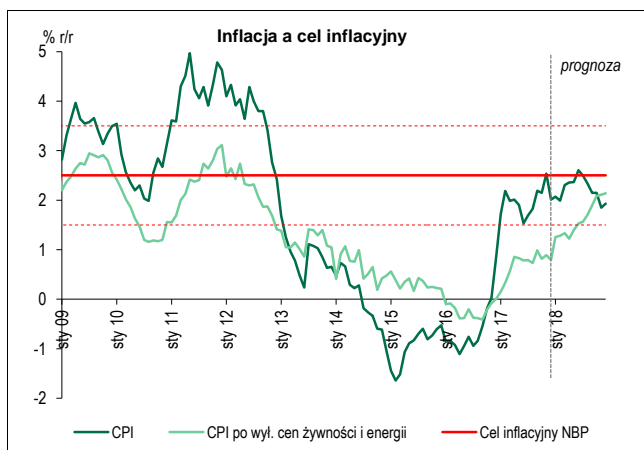
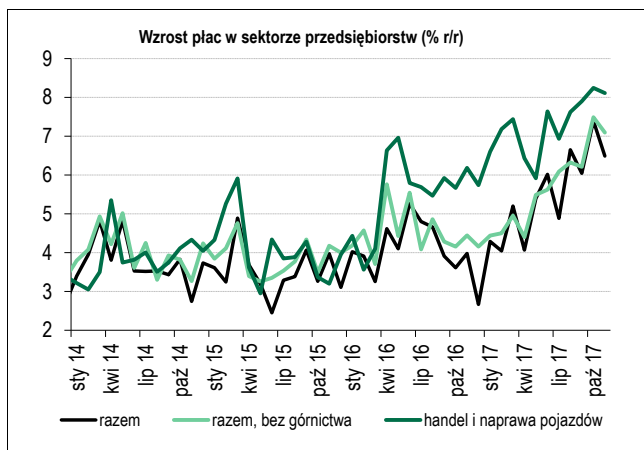
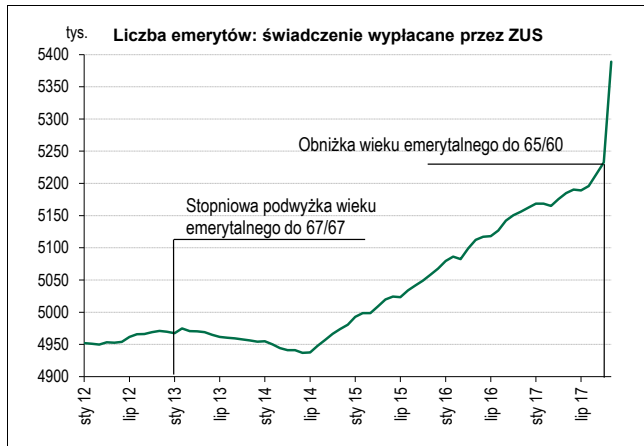
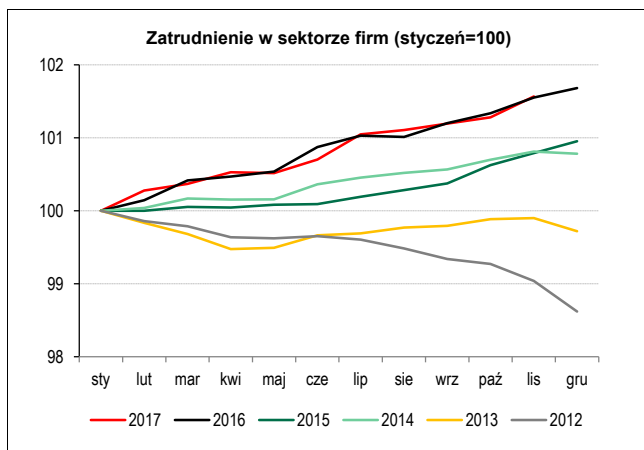
Wg GUS nastroje w przemyśle, budownictwie i handlu poprawiły się i w listopadzie oraz grudniu. W grudniu urosły też wszystkie wskaźniki sektorowe prezentowane dla Polski przez Komisję Europejską. Te wyniki są zgodne z poprawą odnotowaną w indeksie PMI za ten miesiąc (wzrost do 55,0 z 54,2). Grudniowym odczytem indeks wybił się ponad szczyt ze stycznia 2017. Od jesieni PMI zaczął rosnąć w zgodzie z narastającym optymizmem w Niemczech i strefie euro, po tym jak w I poł. roku wyraźnie za nim nie nadązał. Nowe zamówienia były ostatnio wyjątkowo mocne a pod wieloma względami nastroje w biznesie są teraz najlepsze od 2008 r.

W badaniach ankietowych wciąż przejawia się napięta sytuacja na rynku pracy. Wskaźnik zatrudnienia dla przemysłu wzrósł najwyższej od stycznia 2008. Wśród firm budowlanych zaniepokojenie niedoborem siły roboczej narastało w każdym z miesięcy II poł. 17 a w grudniu wg ESI 42,4% respondentów z sektora wskazało brak pracowników jako czynnik ograniczający bieżącą działalność. Najwyraźniej jednak problem podaży pracy nie narzucił górnego ograniczenia na poziom optymizmu ani na rozmiar produkcji w gospodarce. Budownictwo i handel były w 2017 r. sektorami o największej poprawie wskaźnika nastrojów.

**Inwestycyjny zryw**

Wciąż uważamy, że 2018 będzie trudnym rokiem dla sektora budowlanego, nie tylko ze względu na małe zasoby niewykorzystanej siły roboczej, ale też przez rosnące koszty (presja płacowa i drożące materiały budowlane). W rezultacie wkład sektora do wzrostu PKB we wszystkich kwartałach 2018 r. może być niższy niż w III kw. 17 (1,3 pp), choć jego wartość dodana może utrzymać tempo wzrostu powyżej 10% r/r. Niemniej jednak w IV kw. 17 dynamika produkcji budowlanej była zaskakująco wysoka: w listopadzie nie ugięła się pod negatywnym efektem bazy (19,8% r/r wobec oczekiwań rynkowych 14%) a w październiku przekroczyła 20% r/r. To podpowiada, że w IV kw. mógł się wreszcie pojawić znaczący wkład inwestycji do wzrostu PKB r/r (w III kw. było to 0,6 pp, czyli wciąż poniżej długookresowej średniej). Oceniamy, że inwestycje wzrosły 6% r/r w ostatnim kwartale ub.r.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, ZUS, BZ WBK

## Zagadka zatrudnienia

▪ Po obniżeniu wieku emerytalnego z początkiem października układanie liczb z rynku pracy w spójną całość stało się jeszcze trudniejszym zadaniem. Niedobory kadrowe i gasnąca podaż pracy stały się stały się głównym ograniczeniem dla zwiększania skali działalności firm. Mimo to, dane statystyczne pokazują, że wzrost zatrudnienia nie tylko pozostaje mocny, ale nawet przyspieszył w ostatnich miesiącach. Od transformacji jedynie listopad, gdy zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło m/m tak bardzo jak w 2017 r. był w 2006 r., kiedy gospodarka się ewidentnie przegrzewała.

▪ ZUS podała, że liczba wniosków emerytalnych po obniżce wieku emerytalnego wyniosła do grudnia 395 tys., zatem niemal wszyscy uprawnieni zdecydowali się aplikować. Przyznano 313 tys. nowych świadczeń. Wg ZUS ok. 53% wnioskodawców było nieaktywnych zawodowo. To oznacza, że 186 tys. osób było aktywnych zawodowo, gdy aplikowało o emeryturę, z tego w przypadku 54 tys. wypłaty zawieszono z uwagi na kontynuację pracy. Szacujemy, że ok. 40 tys. wnioskujących było bezrobotnymi - obniżenie wieku emerytalnego usunęło ich z rejestrów urzędów pracy. To zostawiałoby ok. 90 tys. jako nowych emerytów, którzy zrezygnowali z zatrudnienia starając się o emeryturę. Mimo to w danych o zatrudnieniu nie wystąpiło żadne zaburzenie, przynajmniej nie w listopadzie.

▪ Możliwe, że te 90 tys. powróciło do pracy wkrótce po zapewnieniu sobie świadczeń (potencjalnie przerywając pracę tylko na dzień). Innym wytłumaczeniem zagadki mocnego wzrostu zatrudnienia może być szybszy napływ Ukraińców na rynek pracy albo wzrost stopy aktywności zawodowej. Niemniej, spodziewamy się wciąż, że presja na rynku pracy będzie narastać i pchnie dynamikę płac w górę, nawet powyżej 10% r/r. Traktujemy listopadowy spadek wzrostu płac w przedsiębiorstwach z 7,4% r/r do 6,5% jako chwilowe zaburzenie.

## Inflacja zaskoczyła w obie strony

▪ Inflacja obniżyła się w grudniu do 2% r/r z 2,5% w listopadzie, zgodnie z naszą prognozą, w związku z silnym efektem bazy. Rynek nie doszacował ani skali listopadowego wzrostu CPI, ani też skali grudniowego cofnięcia, oczekując 2,1% r/r. W 2018 r. inflacja powinna szykować się na jazdę kolejką górską. Efekty statystyczne powinny przytrzymać CPI w pobliżu 2% w I kw., po czym może nastąpić podejście powyżej celu 2,5% w połowie roku. W II pół może mieć miejsce wyhamowanie i powrót do 2% w końcówce roku – bo znów do głosu dojdą efekty bazy. Jednocześnie inflacja bazowa powinna stopniowo narastać w ciągu roku, do ok. 2% r/r w grudniu. Oznacza to, że inflacja bazowa byłaby odpowiedzialna za coraz większy kawałek dynamiki CPI im dalej w 2018 r.

▪ Póki co w grudniu inflacja bazowa prawdopodobnie cofnęła się z 0,9% r/r do 0,8%, co oznacza, że marzec 2017 pozostaje ostatnim miesiącem kiedy ta miara trendów cenowych ostatni raz odnotowała istotny i trwały wzrost. Jednakże trzy inne miary bazowej inflacji pięły się coraz wyżej w II pół 17, podnosząc się o 0,5 pp (CPI z wyłączeniem najbardziej zmiennych elementów), 0,7 pp (średnia ucięta), i 1,2 pp (CPI bez cen administrowanych). Dwie z nich jest już w listopadzie przy 2% a jedna przebiła nawet CPI (2,7%).

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty styczniowego komunikatu RPP

W gospodarce światowej trwa poprawa koniunktury. W strefie euro dane sygnalizują dalsze ożywienie aktywności gospodarczej, czemu sprzyja poprawa sytuacji na rynku pracy, bardzo dobre nastroje podmiotów gospodarczych, a także wzrost obrotów w handlu międzynarodowym. Korzystna koniunktura utrzymuje się także w Stanach Zjednoczonych. Z kolei w Chinach napływające dane wskazują na nieznacznie niższą dynamikę aktywności gospodarczej.

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Jednocześnie ceny niektórych surowców, w tym ropy naftowej, wzrosły w ostatnich miesiącach.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podwyższyła w grudniu stopy procentowe i kontynuuje zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

W Polsce napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu ożywienie inwestycji, głównie publicznych. Wzrost aktywności gospodarczej jest także wspierany przez silny popyt zewnętrzny odzwierciedlony w istotnym wzroście eksportu.

Roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się i kształtuje się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie – mimo szybszego niż w poprzednich kwartałach wzrostu płac w przedsiębiorstwach – niska pozostaje inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii.

W ocenie Rady w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, choć dynamika PKB będzie prawdopodobnie niższa niż w II połowie 2017 r. Biorąc pod uwagę aktualne informacje, Rada ocenia, że w horyzoncie projekcji inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

### Stępienie szpony jastrzębi...

W styczniu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,50%. Komunikat z posiedzenia nie uległ znaczącym zmianom, a jego kluczowe fragmenty w dalszym ciągu mówią, że inflacja pozostanie blisko celu w horyzoncie projekcji i obecny poziom stóp „sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”.

Na konferencji był obecny członek RPP Eugeniusz Gatnar. Zaprezentował dość gołębie poglądy, będące w kontraście do jego wcześniejszych jastrzębich wypowiedzi. Zdaniem Gatnara grudniowa inflacja (2,0% r/r) była niższa od oczekiwań (choć wcześniej prezes Glapiński zapewnił, że była dokładnie zgodna z prognozami NBP) i to skłoniło go do zrewidowania poglądu prezentowanego jeszcze w listopadzie, że stopy procentowe mogłyby zostać podniesione w I kw. 2018 r. Obecnie Gatnar woli poczekać do marcowej projekcji, żeby zobaczyć co dzieje się z trendami inflacyjnymi. Członek RPP powiedział też, że dynamika CPI w zakresie 2,0-3,5% nie budziłaby jego niepokojów.

Dane opublikowane w grudniu (niższe inflacja i tempo wzrostu płac) wspierały retorykę Rady i nie dostarczyły jastrzębiom nowych argumentów. Prezes NBP Adam Glapiński powtórzył swoją opinię, że stopy procentowe mogłyby pozostać bez zmian do końca 2018, a może nawet i 2019.

Jerzy Kropiwnicki twierdził natomiast, że procesy na rynku pracy są umiarkowane i pod kontrolą, a co za tym idzie - nie stanowią ryzyka dla dynamiki cen. Jego zdaniem wzrost płac jest teraz wolniejszy niż wzrost wydajności pracy. Dostępne dane przeczą jednak takiej tezie.

Styczniowa konferencja jasno pokazała, że obóz jastrzębi stracił swoją siłę, podczas gdy prezes Adam Glapiński jest bardzo usatysfakcjonowany polityką RPP i nadał jej miano „wait-and-support”.

### ... Więc stopy pozostaną stabilne

W naszym przekonaniu w kolejnych miesiącach nasilać będzie się presja płacowa, a wraz z nią przyspieszą płace w obliczu pogłębiających się braków siły roboczej. Presja inflacyjna również ulegnie wzmocnieniu, co będzie miało odzwierciedlenie w rosnącej do 2% r/r inflacji bazowej (bez cen żywności i energii). Jednak ze względu na efekty bazy wskaźnik CPI będzie się poruszał w górę i w dół bez wyznaczenia wyraźnego trendu. To będzie dla Rady argument za utrzymaniem stóp bez zmian, przynajmniej do listopada 2018 r.

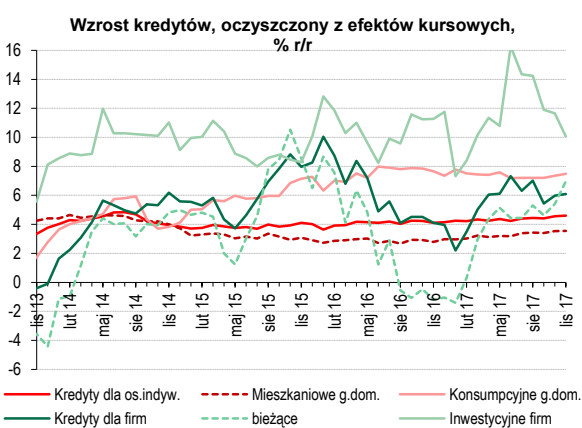
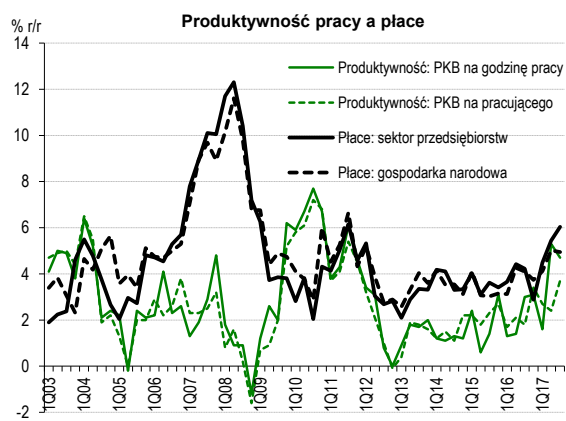
### Brak zmian w kredytach i depozytach

W drugiej połowie 2017 r. nie zaobserwowaliśmy znaczących zmian trendów na rynku kredytów i depozytów.

Kredyty dla osób prywatnych spowolniły pod koniec roku, głównie ze względu na umocnienie złotego przy stabilnym wzroście po uwzględnieniu zmian kursów walutowych (ok. 4% r/r). Kredyty hipoteczne (oczyszczone ze zmian kursów) nieco przyspieszyły, a kredyty w złotych rosły w listopadzie o 11% r/r. Kredyty konsumpcyjne ustabilizowały się w przedziale 7,0-7,5%. W sektorze firm, kredyty inwestycyjne nieco spowolniły (z ponad 16% r/r w połowie roku do 10% w listopadzie), a kredyty bieżące przyspieszyły z 4,4% r/r w czerwcu do 7,0% r/r w listopadzie.

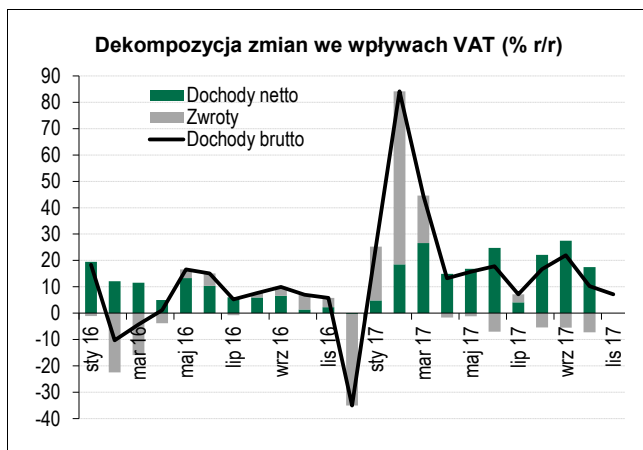
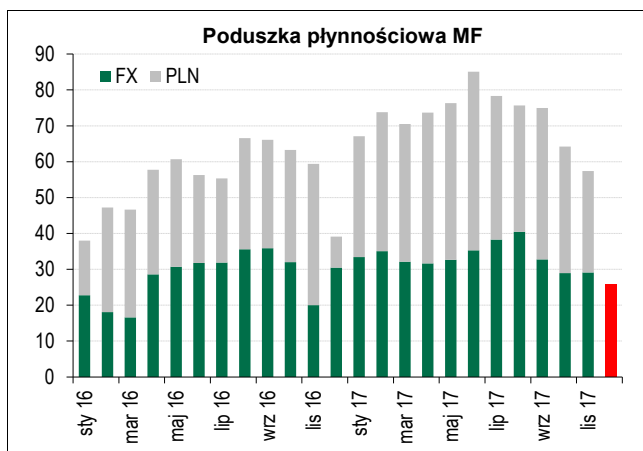
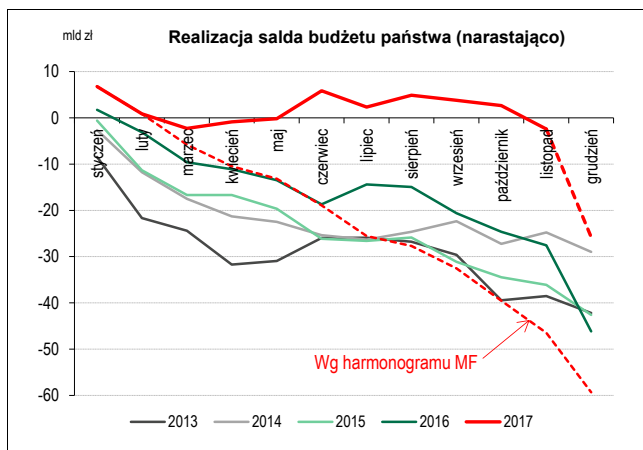
Wzrost depozytów ustabilizował się w okolicy 5% r/r i dalej obserwować można było zmianę ich struktury z depozytów terminowych na bieżące.

Otoczenie pozostaje korzystne dla odbicia we wzroście kredytów, jako że popyt inwestycyjny jest wysoki, podobnie jak skłonność do konsumpcji. Tymczasem, wsparciem dla depozytów gospodarstw domowych będzie przyspieszenie dochodów z pracy.



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

## Pod lupą: polityka fiskalna



Najbliższe przeglądy ratingów			
Agencja	Rating	Data	
S&P	W walucie obcej: BBB+ Perspektywa: neutralna	13 kwietnia,	12 października
Fitch	W walucie obcej: A- Perspektywa: neutralna	8 czerwca,	12 października
Moody's	W walucie obcej: A2 Perspektywa: neutralna	23 marca,	14 września

Źródła: Ministerstwo Finansów, Bloomberg, S&P, Fitch, Moody's, BZ WBK

### Mocny wzrost deficytu na koniec roku

▪ Po listopadzie budżet zanotował deficyt 2,4 mld zł. W ujęciu miesięcznym saldo pogorszyło się o 5 mld zł, nieco mniej niż założone w harmonogramie, ale więcej niż w poprzednich latach. Na grudzień spodziewamy się wzrostu deficytu do ok. 25 mld zł (Minister Finansów powiedział, że będzie on niższy od 30 mld zł) przy deficycie sektora finansów publicznych ok 2% PKB.

▪ W grudniu poduszka płynnościowa rządu obniżyła się z 57,4 mld zł do 25,9 mld zł. Część tej kwoty przeznaczono na wykupy długu (emisja netto -4 mld zł), ale naszym zdaniem lwią część poszła na finansowanie wydatków i zwrotów VAT.

▪ Dochody z VAT netto urosły o 7% r/r w listopadzie, i był to jeden ze słabszych wyników w 2017 r. Sądzymy, że przyczyną takiego stanu rzeczy były wyższe zwroty podatku. Dane o zwrotach VAT, które uzyskaliśmy z Min. Finansów, pokazały mocny wzrost już w październiku (+16,0% r/r lub + 1 mld zł), podczas gdy dochody brutto rosły w stabilnym tempie o ok. 12% r/r. Naszym zdaniem, w 2017 r. MF przyspieszało zwroty VAT podobnie jak uczyniono to w 2016 r. Poprawi to sytuację fiskalną na początku 2018 r.

▪ Dane sugerują przyspieszenie wydatków w listopadzie. Mimo że wciąż były one niższe niż w harmonogramie (96,2% planu), to były wyraźnie powyżej realizacji w poprzednich miesiącach (średnio 94,6%). Możliwe, że za podbiciem wydatków stała listopadowa nowelizacja budżetu, która zwiększyła limity wydatków w niektórych kategoriach, np. w zdrowiu, o ok. 9-11 mld zł.

### Rekonstrukcja rządu

▪ 9 stycznia 2018 r. premier Mateusz Morawiecki przedstawił odświeżony skład swojego gabinetu, z Teresą Czerwińską odpowiedzialną za finanse, J. Kwiecińskim za inwestycje i rozwój, J. Emilewicz za przedsiębiorczość i technologię, Ł. Szumowskiem za zdrowie, H. Kowalczykiem za środowisko, J. Brudzińskim za spraw wewnętrzne, M. Błaszczakiem za obronę narodową i J. Czaputowiczem za sprawy zagraniczne.

▪ Od czerwca 2017 r. Teresa Czerwińska pełniła funkcję wiceministra finansów ds. budżetu. Naszym zdaniem minister fin. nie będzie głównym kreatorem polityki gosp., a raczej zajmie się pilnowaniem dyscypliny fiskalnej. Dlatego nie spodziewamy się, by rekonstrukcja miała wpływ na politykę gospodarczą.

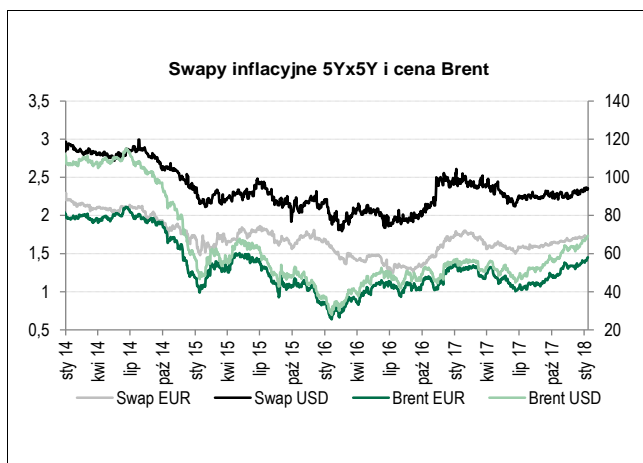
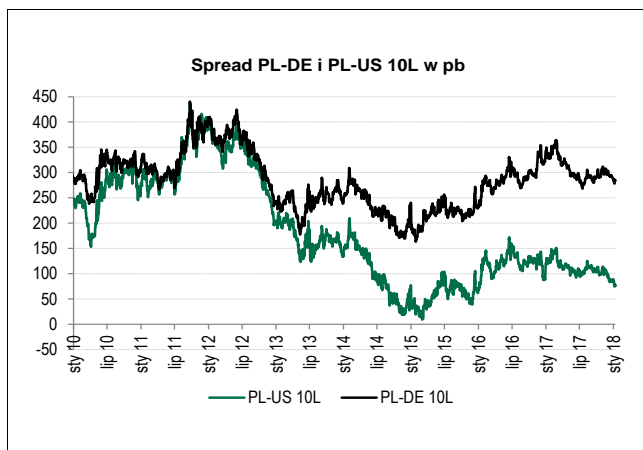
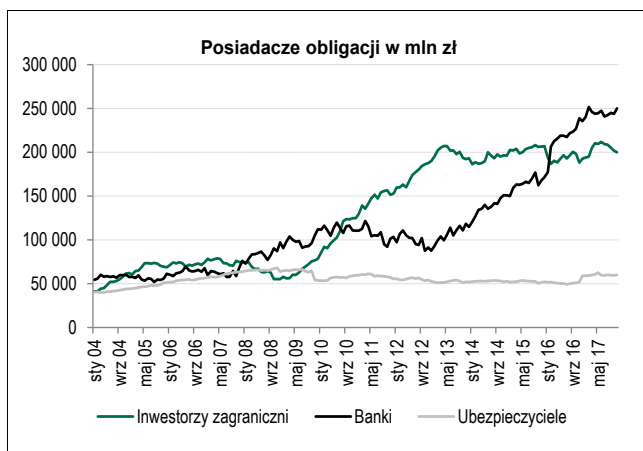
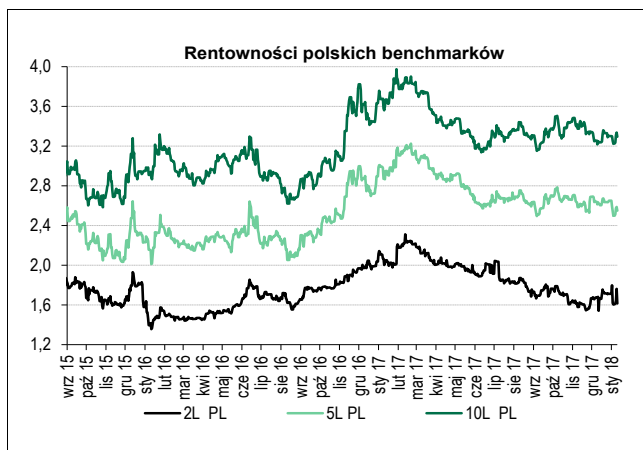
### Bez zmian ratingów

▪ Agencja S&P obniżyła swoje prognozy długu i deficytu Polski. Deficyt finansów publicznych ma wynieść 2,0% PKB w 2018 r. (wobec wcześniejszej prognozy 2,8%) i 2,5% do 2020 r. Dług do PKB jest spodziewany na poziomie 48,6% w 2020 r. (wobec 50,3% w poprzedniej prognozie). Agencja prognozuje wzrost PKB w 2018 na ponad 4% ale uważa, że krajowa gospodarka jest już bliska przegrzania. Wg S&P, kluczowym czynnikiem hamującym wzrost w Polsce jest sytuacja demograficzna.

▪ Agencja Fitch oceniła z kolei, że uruchomienie artykułu 7 traktatu o EU nie ma krótkookresowego wpływu na finanse publiczne czy wzrost PKB. Jednak według agencji niższe środki unijne dla Polski w nowej perspektywie 2021-2027 mogą mieć ujemny wpływ na budżet. Wstępne założenia nowej perspektywy mają zostać zaprezentowane przez Komisję w maju 2018 r. Fitch ostrzegł także, że spodziewa się wolniejszego wzrostu potencjalnego w Polsce, co będzie skutkiem starzenia się społeczeństwa i niższego wzrostu produktywności. Ponadto, wyższe wydatki socjalne i niższy wiek emerytalny mają ujemny wpływ na aktywność zawodową.

▪ Nie spodziewamy się zmian ratingu Polski w 2018 r. Mimo że 2017 r. był lepszy od prognoz jeśli chodzi o wzrost i deficyt, co skłoniło agencje ratingowe do zrewidowania prognoz dla Polski, to zmiany w sądownictwie i konflikt z UE zaważą na ocenie siły instytucjonalnej kraju.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

### Rentowności spadły dzięki dobremu wynikowi budżetu

▪ Końcówka i początek bieżącego roku upłynęły pod znakiem spadków rentowności krajowych obligacji w na całej długości krzywej, przy jednoczesnych wzrostach dochodowości długu na bazowych rynkach. Jedynie w połowie grudnia doszło do przejściowej przeceny długiego końca krajowej krzywej w ślad za silniejszym ruchem w tym segmencie krzywej na rynkach bazowych. Mimo to przez prawie cały ten okres obserwowaliśmy spadki spreadów krajowych obligacji ponad rentowności długu niemieckiego czy amerykańskiego. Źródłem tego zachowania były oczekiwania na dobre wyniki budżetu na koniec roku oraz informacje o spadku nominalnego zadłużenia. Dodatkowo wsparcie dla krajowych obligacji przyniosła publikacja wstępnych o inflacji za grudzień, która pokazała spadek dynamiki inflacji do 2,0% r/r. Informacje te znalazły odzwierciedlenie w wysokim popycie na pierwszej w tym roku aukcji, gdzie relacja popytu do podaży wyniosła 2,3. W efekcie od początku grudnia krzywa przesunęła się w dół o 4 pb. w segmencie 2L, 7 pb. w 5L i pozostała nie zmieniona w segmencie 10L.

### W styczniu niska podaż netto pomoże krótkim obligacjom

▪ Bieżący miesiąc powinien upłynąć pod znakiem wzrostu cen krajowych obligacji. Sprzyjać temu powinien kalendarz aukcji i wykupów, który nie daje zbyt wiele miejsc na silne wzrosty dochodowości ze względu na bardzo ograniczony przyrost długu netto w tym miesiącu. Różnica między zapowiedzianą maksymalną podażą na aukcji (9 mld PLN), a wartością obligacji, które zapadają w styczniu (8,6 mld PLN) nie przekracza 0,5 mld PLN. Oczekiwany przez nas postępujący wzrost udziału krótkoterminowych depozytów w sumie bilansowej banków oraz ich rosnąca suma bilansowa ogółem będą źródłem silnego popytu na obligacje. Uważamy, że duży wolumen krótkoterminowych pasywów w sektorze bankowym będzie zmuszał je do masowych zakupów płynnych aktywów takich jak obligacje. Alternatywą dla obligacji są bony skarbowe oraz bony pieniężne. Jednak brak emisji pierwszych oraz wyższe opodatkowanie drugich (nominalna dochodowość bonów pieniężnych wynosi 1,5%, zaś dochodowość po opodatkowaniu to nieco poniżej 1,0% p.a.) powodują, że obligacje skarbowe cały czas pozostają najatrakcyjniejszym wyborem dla sektora bankowego.

### Dłuższe obligacje mogą stracić w reakcji na wzrosty rentowności na rynkach bazowych

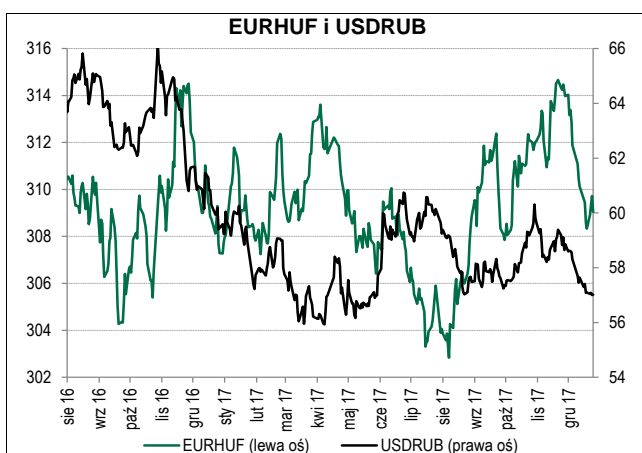
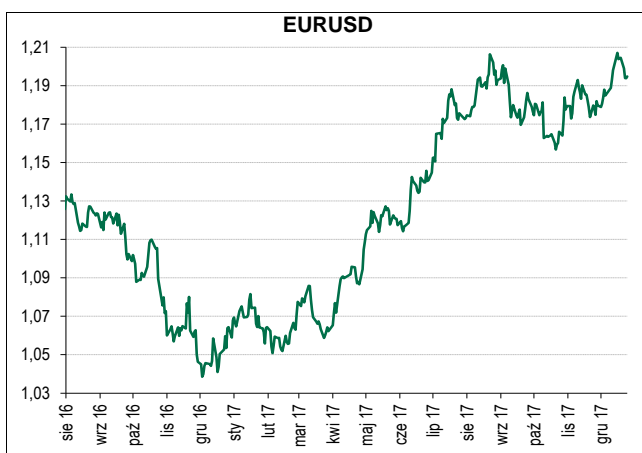
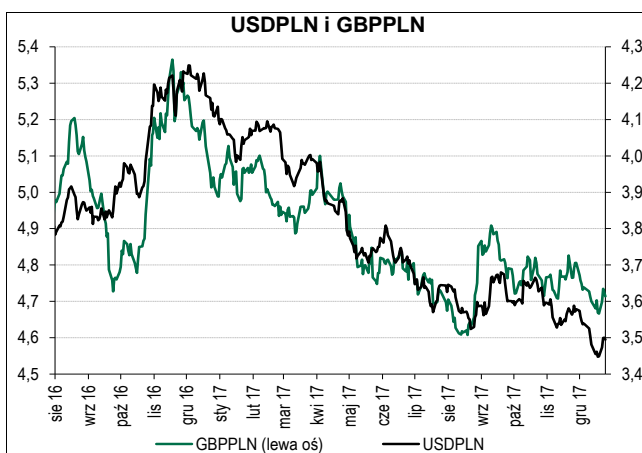
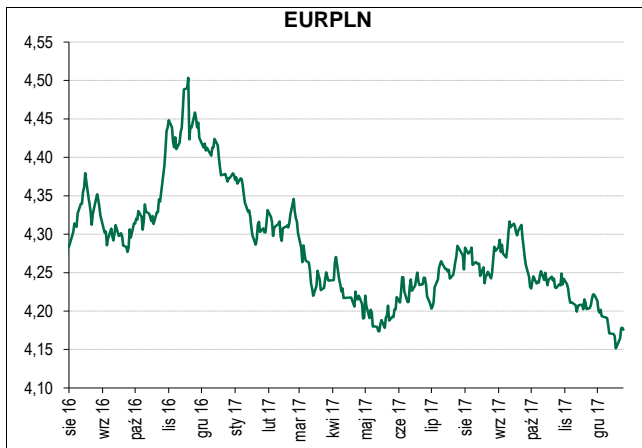
▪ Obligacje o zapadalności powyżej 5L mogą przez jakiś czas ulegać niewielkiej przecenie. Jej źródłem będą naszym zdaniem wzrosty dochodowości na rynkach bazowych, po tym jak Bank Japonii dołączył do banków centralnych, które zdecydowały się na ograniczenie sumy bilansowej. Ponadto od lata widoczny jest postępujący wraz ze wzrostem cen surowców (w szczególności cen ropy naftowej) wzrost stawek swapów inflacyjnych i w konsekwencji rentowności obligacji długoterminowych. Jednak sądzimy, że perspektywa dla wzrostu rentowności w długim końcu krzywej jest ograniczona. Wymuszona przez politykę niskich stóp procentowych zmiana struktury nabywców krajowych obligacji w stronę większego udziału lokalnych instytucji finansowych będzie naszym zdaniem stanowić skuteczną blokadę przed silnymi wzrostami rentowności. Ten czynnik już teraz znajduje odzwierciedlenie w spadku spreadu obligacji 10L do odpowiadających im papierów niemieckich czy amerykańskich..

### W lutym możliwa przejściowa przecena krótkich papierów

▪ W horyzoncie końca kwartału możliwa jest pewna przecena krótkiego końca i środka krzywej ze względu na pojawienie się w kolejnych miesiącach istotnie większej niż w styczniu podaży netto obligacji (szacujemy, że wyniesie ona w lutym między 10-20 mld PLN, wobec 5,5-6,5 mld w styczniu). Jednak ruch ten nie powinien być duży ze względu na spodziewany przyrost popytu ze strony sektora bankowego.

▪ W dalszym ciągu widzimy miejsce dla pewnego spadku stawek ASW, w czym pomagać powinny deklaracje NBP o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie, co najmniej do końca bieżącego roku.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

**Złoty może oddać część ostatnich zysków**

Na przełomie roku kurs EURPLN pozostał w trendzie spadkowym dzięki silnemu popytowi na ryzykowne aktywa. Dodatkowo, prasa pisała, że Ministerstwo Finansów było aktywne na rynku walutowym pod koniec roku sprzedając euro, co przy obniżonej płynności mogło przyczynić się do umocnienia złotego. Decyzja Komisji Europejskiej o wszczęciu procedury z Artykułu 7 Traktatu UE wywołała jedynie niewielką reakcję rynku. W rezultacie, na początku 2018 EURPLN przebił majowy dołek na 4,16 i spadł chwilowo do 4,14, najniższego poziomu od sierpnia 2015.

Kurs USDPLN spadł do 3,44 (najniżej od końca 2014), a GBPPLN osiągnął 4,66 (ostatni raz widziane we wrześniu). CHFPLN z kolei obniżył się do 3,52, co oznacza że złoty odrobił już całość strat poniesionych 15 stycznia 2015 kiedy szwajcarski bank centralny przestał bronić poziomu 1,20 na kursie EURCHF.

Kolejne dni 2018 przyniosły jednak korektę po umocnieniu złotego (wg nas głównie pod wpływem umocnienia dolara na świecie) i sądzimy, że trend ten może być kontynuowany w kolejnych tygodniach.

Oscylatory analizy technicznej pokazują, że kurs EURPLN jest już wyprzedany, a implikowane zmienności są najniższe od wielu miesięcy. Zmienność implikowana z 3-miesięcznej strategii 25 delta risk reversal jest najniższa od grudnia 2015, który z kolei jest najniższym poziomem od 2008, a początek 2016 przyniósł gwałtowny wzrost EURPLN do 4,50 z 4,20.

Nie widzimy teraz żadnego czynnika, który mógłby wywołać tak silny wzrost jak w 2016 r., ale powyższe czynniki każą nam pozostać ostrożnymi jeśli chodzi o szanse na dalszą aprecjację złotego w krótkim terminie. Dodatkowo, zakładamy że w kolejnych tygodniach dolar mógłby nieco zyskać (szczególnie poniżej), co mogłoby ciężać walutom z rynków wschodzących.

**Czas na realizację zysków ze wzrostu EURUSD**

W ostatnich tygodniach euro zyskiwało do dolara dzięki dobrym danym makro, jastrzębim minutes EBC i postępowi w negocjacjach koalicyjnych w Niemczech. Amerykańska waluta była pod presją „gołębiej” podwyżki stóp Fed w grudniu. W efekcie, EURUSD przebił szczytu z 2017 na prawie 1,21 i osiągnął 1,204.

Według nas, euro jest zbyt silne biorąc pod uwagę perspektywę polityki pieniężnej i sytuację polityczną w Europie.

Angeli Merkel może się w końcu uda stworzyć nowy rząd, ale w krótkim terminie ważna dla rynków może być niepewność odnośnie postępu dalszych rozmów ws. warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Dodatkowo, wydaje się, że EURUSD jest zbyt wysoko biorąc pod uwagę bardzo prawdopodobne podwyżki stóp Fed w tym roku i wciąż ekspansywną politykę pieniężną EBC. Wg nas, EURUSD może obniżyć się do 1,15 w marcu i dopiero potem wznowić trend wzrostowy.

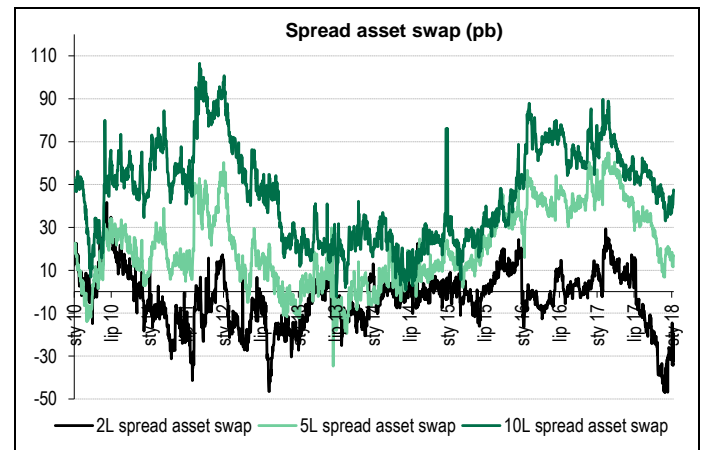
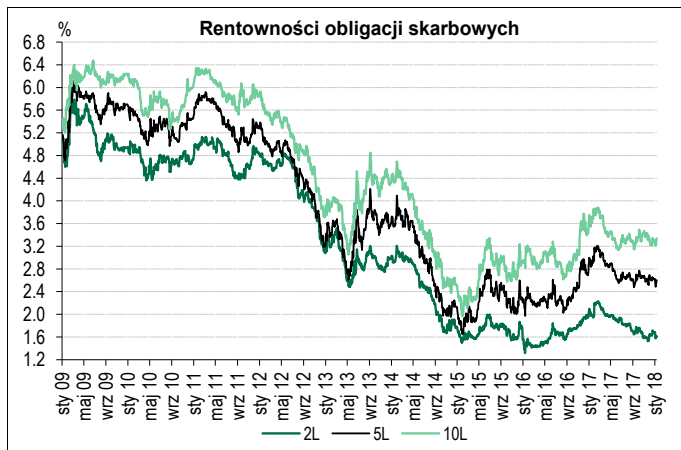
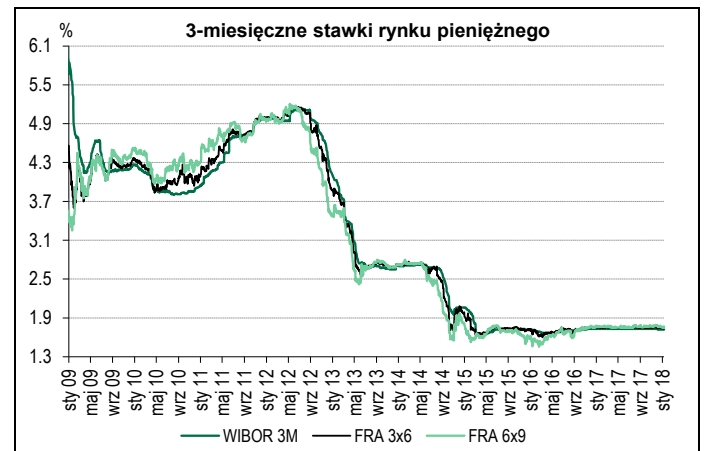
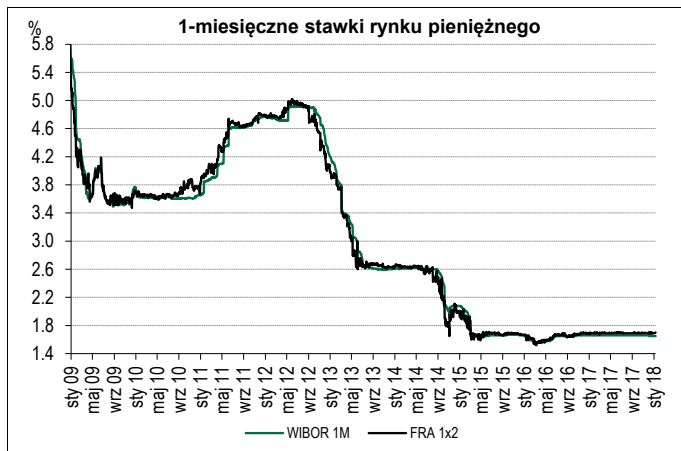
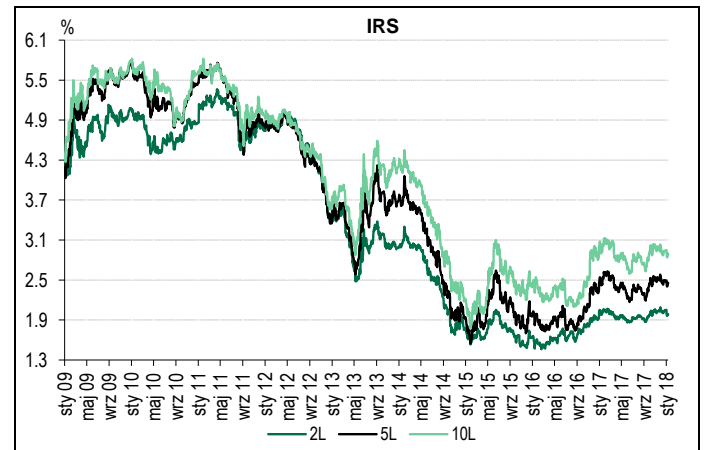
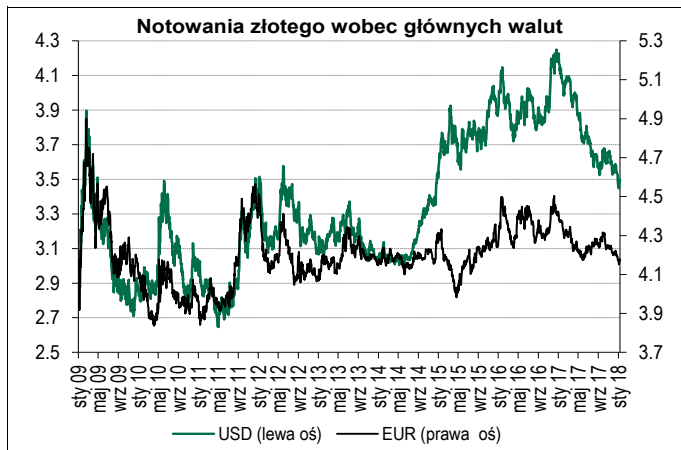
**Zmienny przełom roku na rynku CEE**

EURCZK był bardzo zmienny pod koniec roku, ale spowodowane to było działaniami czeskich banków komercyjnych zarządzających swoimi bilansami na koniec roku. Kurs najpierw wzrósł gwałtownie do 25,95 pod koniec 2017, by w połowie stycznia wahać się już blisko 25,5. Czeski bank centralny powstrzymał się z podwyżką stóp procentowych w grudniu podając umocnienie korony jako powód do przerwy. Cykl normalizacji polityki pieniężnej zostanie wznowiony w kolejnych miesiącach, co będzie pewnym wsparciem dla waluty.

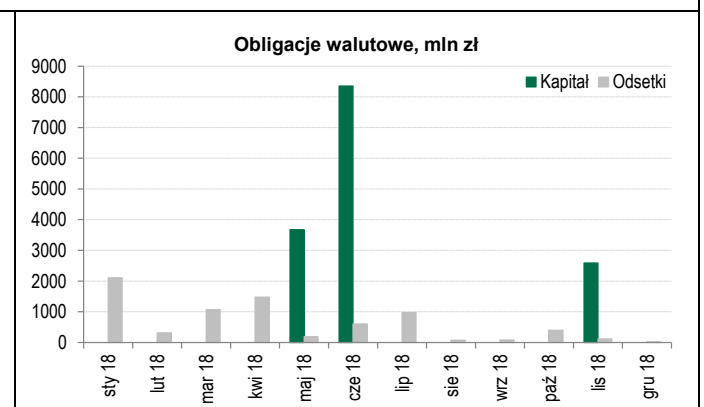
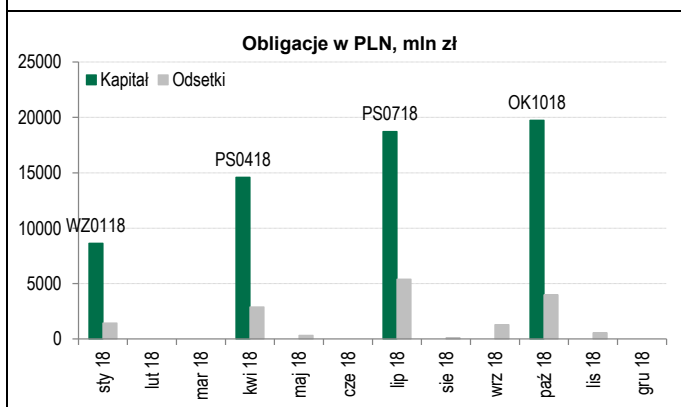
W listopadzie, bank centralny Węgier podjął decyzję zmierzającą do ożywienia rynku kredytów hipotecznych. MNB będzie w tym celu skupował hipoteczne listy zastawne by obniżyć rentowności na tym rynku. Decyzja ta miała przejściowy wpływ na forinta – EURHUF wzrósł do 315 w kolejnych tygodniach po decyzji, ale w połowie stycznia kurs jest ponownie blisko 308.

Od połowy listopada, USDRUB spadł do 56,8 z 60,4 dzięki rosnącym cenom ropy i słabszemu dolarowi na świecie.

# Monitor rynku



## Spłaty kapitału i płatności odsetkowe



Źródło: MF, Reuters, BZ WBK



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>15 stycznia</b> PL: CPI (XII) PL: Bilans płatniczy (XI)	<b>16</b> PL: Inflacja bazowa (XII)	<b>17</b> PL: Płace i zatrudnienie (XII) EZ: CPI (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII) US: Beżowa Księga Fed	<b>18</b> US: Rozpoczęcie budowy domów (XII) US: Pozwolenia na budowę (XII) US: Indeks Philly Fed (I)	<b>19</b> PL: Produkcja przemysłowa (XII) PL: Sprzedaż detaliczna (XII) PL: PPI (XII) US: Wstępny Michigan (I)
<b>22</b>	<b>23</b> PL: Podaż pieniądza (XII) DE: Indeks ZEW (I)	<b>24</b> PL: Stopa bezrobocia (XII) DE: Wstępny PMI – usługi (I) DE: Wstępny PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny PMI – usługi (I) US: Sprzedaż domów (XII)	<b>25</b> EZ: Decyzja EBC DE: Indeks Ifo (I) US: Sprzedaż nowych domów (XII)	<b>26</b> US: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (XII)
<b>29</b> US: Dochody osobiste (XII) US: Wydatki konsumentów (XII)	<b>30</b> PL: Wstępny PKB (2017) EZ: Wstępny PKB (IV kw.) US: Indeks nastrojów konsumentów (I) HU: Decyzja banku centralnego	<b>31</b> EZ: Wstępny CPI (I) US: Raport ADP (I) US: Niezakończona sprzedaż domów (XII) US: Decyzja FOMC	<b>1 lutego</b> PL: PMI – przemysł (I) EZ: PMI – przemysł (I) DE: PMI – przemysł (I) US: ISM – przemysł (I) CZ: Decyzja banku centralnego	<b>2</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) US: Stopa bezrobocia (I) US: Zamówienia przemysłowe (XII) US: Indeks Michigan (I)
<b>5</b> DE: PMI – usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) EZ: Sprzedaż detaliczna (XII) US: ISM – usługi (I)	<b>6</b> DE: Zamówienia przemysłowe (XI) CZ: Produkcja przemysłowa (XII)	<b>7</b> PL: Decyzja RPP DE: Produkcja przemysłowa (XII)	<b>8</b> DE: Eksport (XII)	<b>9</b>
<b>12</b>	<b>13</b> PL: Bilans płatniczy (XI) HU: CPI (I)	<b>14</b> PL, DE, EZ, HU: Wstępny PKB (IV kw.) US: CPI (I) US: Sprzedaż detaliczna (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: CPI (I)	<b>15</b> PL: CPI (I) US: Indeks Philly Fed (II) US: Produkcja przemysłowa (I)	<b>16</b> PL: Płace i zatrudnienie (I) CZ: Wstępny PKB (IV kw.) US: Rozpoczęcie budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: Wstępny Michigan (II)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2018 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	25	-	8	26	-	14	26	-	13	25	-	13
Decyzja RPP	10	7	7	11	16	6	11	-	5	3	7	5
Minutes RPP	-	22	29	27	-	21	-	23	20	25	22	20
Szybki szacunek PKB*	30	14	-	-	15	-	-	14	-	-	14	-
PKB*	-	28	-	-	30	-	-	31	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	15	15	12	11	11	12	10	11	12	12	11
Inflacja bazowa	16	-	16	13	14	12	13	13	12	15	13	12
Ceny producenta	19	20	19	19	21	19	18	20	19	17	20	19
Produkcja przemysłowa	19	20	19	19	21	19	18	20	19	17	20	19
Sprzedaż detaliczna	19	20	20	20	22	20	19	21	20	18	21	20
Płace brutto, zatrudnienie	17	16	16	18	18	18	17	17	18	16	19	18
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	30									
Bilans płatniczy	15	13	16	13								
Podaż pieniądza	23	22	22	24								

\*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

		gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18
PMI	pkt.	54,3	54,8	54,2	53,5	54,1	52,7	53,1	52,3	52,5	53,7	53,4	54,2	55,0	55,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,7	4,2	12,3	9,1	2,2	9,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-8,0	2,1	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,6	19,8	23,5	15,3	20,3	19,8	10,2	15,3
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	10,9	8,9
Stopa bezrobocia	%	8,2	8,5	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,5	7,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	2,3
Eksport (w euro)	% r/r	9,0	15,1	6,4	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,4	13,2	8,5	11,4
Import (w euro)	% r/r	9,8	16,0	10,5	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	12,9	11,0	12,2	12,9
Bilans handlowy	mIn EUR	48	477	-169	330	519	-83	-235	-172	162	466	597	608	-495	314
Rachunek bieżący	mIn EUR	-106	2548	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	575	881	51	1081
Rachunek bieżący	% PKB	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-46,2	6,7	0,9	-2,3	-0,9	-0,2	5,9	2,4	4,9	3,8	2,7	-2,4	-25,8	7,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	84,3	-11,4	-1,4	3,8	1,5	0,3	-9,9	-4,0	-8,2	-6,4	-4,5	4,1	43,4	-18,1
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,0	2,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,8	1,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,6	0,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,2	4,7
Zobowiązania	% r/r	9,1	8,3	7,7	7,3	6,1	5,7	4,5	4,6	5,0	5,0	5,3	4,2	4,8	5,2
Należności	% r/r	4,7	3,5	4,8	5,3	4,5	4,8	4,5	4,5	5,0	5,1	4,7	3,7	3,9	4,1
EUR/PLN	PLN	4,44	4,37	4,31	4,29	4,24	4,20	4,21	4,24	4,26	4,27	4,26	4,23	4,20	4,17
USD/PLN	PLN	4,20	4,11	4,05	4,02	3,96	3,80	3,75	3,68	3,61	3,59	3,63	3,60	3,55	3,50
CHF/PLN	PLN	4,13	4,08	4,04	4,01	3,95	3,85	3,87	3,83	3,74	3,73	3,69	3,63	3,60	3,57
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	%	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	1,95	2,01	2,20	2,08	1,98	1,95	1,94	1,89	1,80	1,73	1,71	1,60	1,66	1,66
Rentowność obligacji 5L	%	2,80	2,94	3,15	3,02	2,87	2,79	2,61	2,65	2,65	2,61	2,69	2,62	2,63	2,68
Rentowność obligacji 10L	%	3,55	3,69	3,82	3,66	3,42	3,35	3,19	3,30	3,33	3,27	3,39	3,40	3,27	3,25

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

<sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2015	2016	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
PKB	mld PLN	1798,3	1858,6	1983,7	2107,9	456,0	476,2	487,4	564,1	486,7	506,4	518,6	596,1
PKB	% r/r	3,8	2,9	4,5	4,0	4,1	4,0	4,9	4,8	4,3	3,8	4,0	3,7
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,2	4,4	4,1	3,9	5,5	3,9	4,4	4,4	4,2	4,0	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,9	4,8	4,9	4,7	4,9	4,8	4,8	5,0	4,9	4,8	4,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-7,9	3,2	5,9	-0,5	0,9	3,3	6,0	7,2	6,9	5,9	4,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	2,9	6,4	7,5	7,3	4,2	6,3	7,9	6,5	7,0	9,4	7,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	-14,6	13,3	8,6	5,6	8,4	19,3	16,0	12,9	14,2	8,2	3,3
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	1,5	3,9	8,7	10,8	9,6	7,6	7,9	9,8	10,9	12,2	12,8	7,7
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	9,7	8,2	6,6	5,8	8,0	7,0	6,8	6,6	6,7	5,9	5,7	5,8
Place brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,3	3,8	5,7	8,3	4,1	5,0	4,9	7,1	7,6	8,0	8,0	9,4
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,7	1,1	3,2	3,0	3,6	3,4	1,4	1,2	0,9	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	8,5	3,1	11,9	9,2	13,8	9,6	11,6	12,4	10,0	9,0	9,0	9,0
Import (w euro)	% r/r	5,0	2,7	12,6	9,6	15,5	13,5	9,4	12,0	10,0	9,5	9,5	9,5
Bilans handlowy	mIn EUR	2213	2935	2015	1462	641	204	460	710	705	-23	263	517
Rachunek bieżący	mIn EUR	-2405	-1254	2478	2621	1659	-799	112	1506	2149	-1236	115	1592
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	0,5	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,6	-2,5	-1,9	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,6	2,0	2,2	2,0	1,8	1,9	2,2	2,1	2,4	2,3	2,0
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	-0,5	0,8	2,0	2,0	2,0	1,5	2,2	2,0	2,1	2,4	2,3	2,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,3	-0,2	0,7	1,6	0,3	0,8	0,8	0,8	1,3	1,4	1,7	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,2	-0,2	3,0	2,2	4,4	2,8	2,8	1,8	0,8	2,5	3,0	2,4
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	9,1	9,6	4,2	8,7	7,8	5,0	5,4	4,2	5,3	6,4	7,6	8,7
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,0	9,1	4,8	10,9	7,3	4,5	5,0	4,8	6,4	7,9	9,4	10,9
Należności <sup>b</sup>	% r/r	6,9	4,7	4,8	6,3	5,3	4,5	5,1	4,8	5,2	5,5	5,9	6,3
EUR/PLN	PLN	4,18	4,36	4,26	4,23	4,32	4,22	4,26	4,23	4,18	4,23	4,27	4,24
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,78	3,60	4,06	3,83	3,63	3,59	3,56	3,65	3,63	3,57
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,84	3,61	4,04	3,89	3,77	3,64	3,59	3,63	3,63	3,56
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,88	1,92	2,10	1,96	1,81	1,66	1,70	1,90	2,04	2,04
Rentowność obligacji 5L	%	2,21	2,35	2,77	2,88	3,03	2,76	2,64	2,65	2,71	2,84	2,91	3,08
Rentowność obligacji 10L	%	2,69	3,04	3,42	3,51	3,72	3,32	3,30	3,35	3,28	3,44	3,64	3,70

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.01.2018 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>Marcin Luziński</b>	22 534 18 85
<b>Grzegorz Ogonek</b>	22 534 19 23
<b>Konrad Soszyński</b>	22 534 18 86
<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 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)