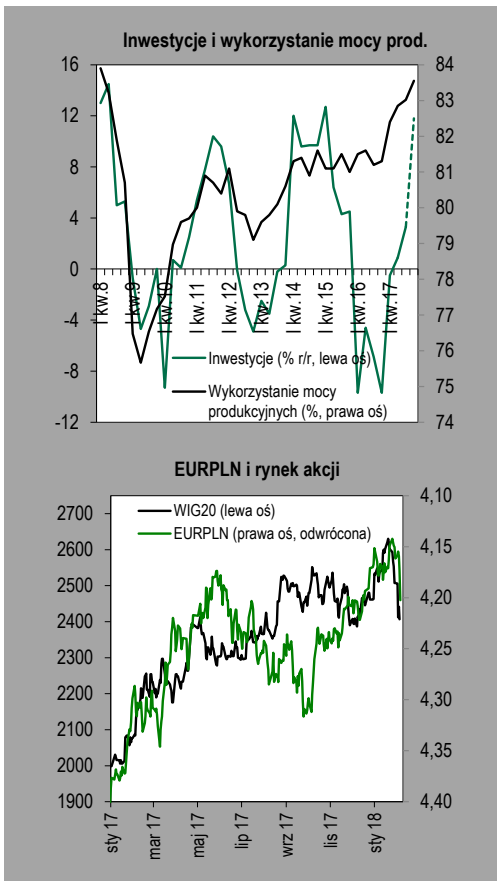


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Luty 2018

Dalej na piątym biegu



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 Luźniński 22 534 18 85
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Konrad Soszyński 22 534 18 86
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

■ **To już trzeci kwartał z rzędu kiedy polska gospodarka jedzie na piątym biegu.** Po wzroście PKB o 4,9% r/r w III kw. 2017 i 5,1-5,3% r/r w IV kw. (co wynika z całorocznego wzrostu na poziomie 4,6%), widzimy powody by oczekiwać, że w I kwartale 2018 tempo ekspansji ponownie wyniesie ok. 5% r/r. To wszystko dzieje się w coraz bardziej sprzyjającym otoczeniu zewnętrznym. Wskaźniki nastrojów dla USA i strefy euro osiągnęły nowe cykliczne maksima i optymizm dot. perspektyw gospodarczych stale rośnie. Międzynarodowy Fundusz Walutowy po raz drugi z rzędu zrewidował w górę swoje prognozy dla większości gospodarek (po siedmioletniej fali ciągłych rewizji w dół). Komisja Europejska również podniosła swoje oczekiwania w zimowej rundzie progностycznej. **Po ostatnich danych podnieśliśmy naszą prognozę wzrostu PKB dla Polski do 4,3% w 2018 r.**

■ **Co ważne, długo oczekiwane ożywienie inwestycji w końcu się rozpoczęło.** Całoroczny wstępny odczyt za 2017 r. na poziomie 5,4% oznacza, że w ostatnim kwartale ub.r. inwestycje wzrosły o niemal 12% r/r. Spodziewamy się dalszego wzrostu nakładów inwestycyjnych w tym roku, chociaż w tempie nieco mniej imponującym niż to z IV kw., ponieważ dojście do granic wykorzystania mocy wytwórczych w sektorze budowlanym będzie ograniczało dynamikę nakładów na rozwój infrastruktury. Wzrost konsumpcji prywatnej pozostaje mocny, blisko 5% r/r, i nie widzimy powodów do jego osłabienia w najbliższych kwartałach, ponieważ dochody gospodarstw domowych będzie wspierać nie tylko rosnąca dynamika płac i wyższe zatrudnienie, ale też większy strumień świadczeń społecznych po obniżeniu wieku emerytalnego (wciąż uważamy, że większość nowych emerytów wznowiła pracę tuż po przyznaniu im świadczeń emerytalnych). Dodatkowo, wzrost eksportu powinien się utrzymać na dwucyfrowym poziomie dzięki silnemu popytowi z Europy, ale będzie temu towarzyszyć równie szybki wzrost importu, przez co saldo handlu zagranicznego będzie raczej neutralne dla dynamiki PKB.

■ **Wzrost PKB powyżej potencjału i przyspieszające płace (przeganiające wzrost produktywności) pchną inflację bazową do ok. 2% r/r na koniec roku.** Dynamika CPI będzie się wahać nie przekraczając istotnie 2,5%, ponieważ pierwsze i ostatnie miesiące roku będą pod silnym wpływem efektów wysokiej bazy w paliwach i żywności.

■ **Im szybszy wzrost gospodarczy i większa presja na rynku pracy, tym bardziej gołębia staje się Rada Polityki Pieniężnej.** W lutym RPP wyraźnie dała do zrozumienia, że nie zamierza zmieniać stóp procentowych przynajmniej do końca 2018 r. Nowa projekcja inflacji w marcu może pokazać inflację wyraźnie przekraczającą cel w średnim terminie, ale naszym zdaniem to wciąż za mało aby wywołać poważną dyskusję w RPP nt podwyżek stóp. Wydaje się, że członkowie RPP muszą zobaczyć na własne oczy odczyty CPI wyraźnie powyżej celu (czy może nawet powyżej 3%) aby zacząć się martwić. A to raczej nie nastąpi przed końcem br.

■ **Złoty osłabił się nieco na początku lutego pod wpływem umocnienia dolara i spodziewamy się kontynuacji tej korekty.** Łagodna retoryka RPP i obawy o dalszą wyprzedzą na rynkach akcji mogą również ciążyć krajowej walucie.

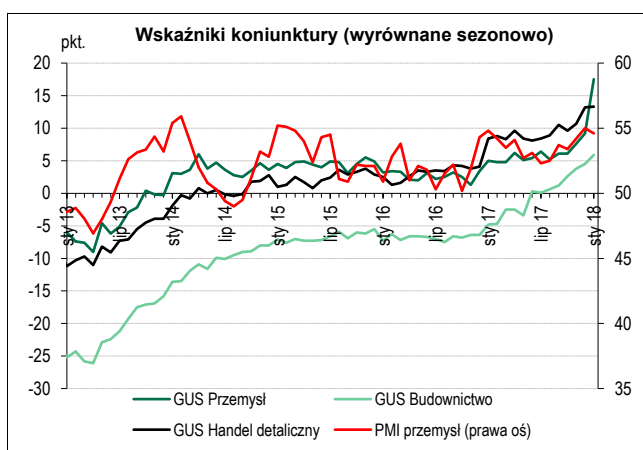
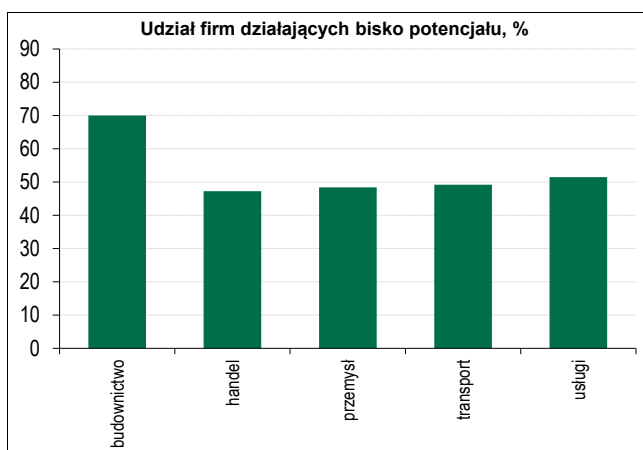
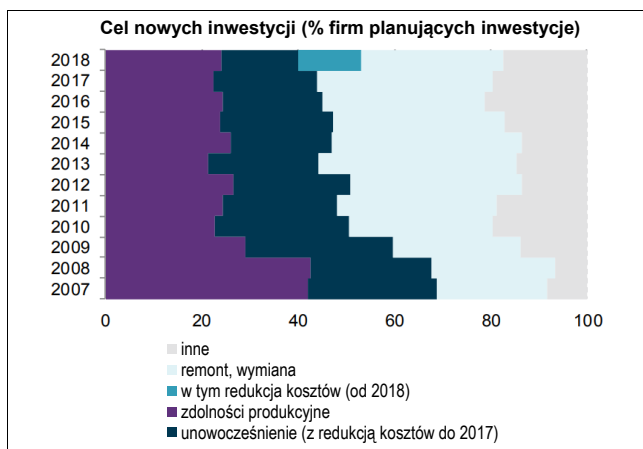
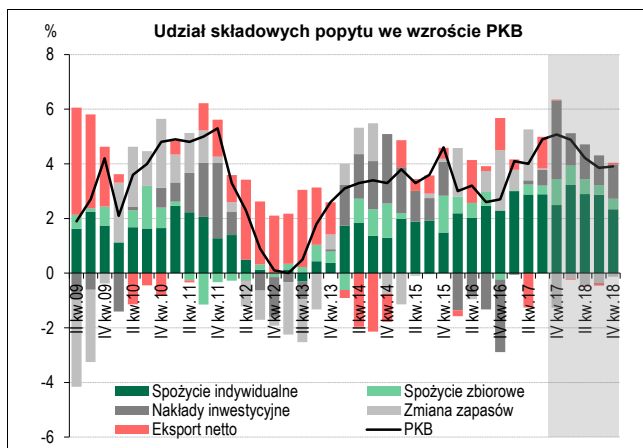
■ **Na rynkach długu początek roku przyniósł znaczącą korektę i naszym zdaniem w najbliższych tygodniach krajowe rentowności mogą pozostać pod presją sytuacji na rynkach bazowych.** W kolejnym miesiącu widzimy jednak szanse na odreagowanie, ponieważ dynamika ostatnich wyprzedzą wydaje się nadmierna. Gołębia RPP i spadek CPI w najbliższych miesiącach powinny naszym zdaniem osłabić spekulacje nt. podwyżek stóp procentowych w Polsce.

Na rynku finansowym 8 lutego 2018 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,72	EURPLN	4,1733
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,73	USDPLN	3,3677
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,58	CHFPLN	3,6056

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.02.2018 r.

Gospodarka Polski



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

PKB w IV kw. 17 powyżej 5% r/r, prognozy znowu w górę

▪ Dane o polskim PKB w całym 2017 roku pokazały 4,6%, czyli powyżej naszej prognozy i konsensusu na 4,5%. Pod wpływem wyższego od oczekiwań wzrostu i optymistycznych wyników badań koniunktury w styczniu podnieśliśmy naszą prognozę na 2018 r. do 4,3% z 4,0%, ale wciąż trzymamy się spowalniającego profilu.

▪ Dynamika PKB w IV kw. implikowana z danych rocznych to nieco ponad 5% przy założeniu braku rewizji za I-III kw. – naszym zdaniem zmieściła się w przedziale 5,1-5,3%. Inwestycje mogły wzrosnąć aż o 11,8%, co jest wyraźnym odbiciem po słabych pierwszych trzech kw. 2017 r. Przyspieszenie miało miejsce na tle wyraźnego negatywnego wkładu zapasów, które odjęły 1,2 pkt. proc. od dynamiki PKB. Naszym zdaniem, wynikało to m.in. z przeklasyfikowania projektów w toku na gotowe inwestycje. Szacujemy, że konsumpcja prywatna wzrosła w tempie blisko 5%, co było powszechnie oczekiwane. Naszym zdaniem wkład eksportu netto był prawie neutralny w IV kw.

Wzrost inwestycji pod presją

▪ Inwestycje to najciekawsza statystyka rocznego PKB, która skłoniła nas do zrewidowania naszej prognozy inwestycji na 2018 r. do 6,6% z 5,9% przy przyspieszeniu nakładów na maszyny. Wciąż uważamy, że ograniczeniem dla inwestycji będzie sytuacja w budownictwie, w którym nieubłaganie wyczerpują się moce wytwórcze. To spowoduje stopniowe spowolnienie inwestycji w ciągu 2018 r. Ostatnio pojawiły się nowe informacje wspierające naszą tezę. Według Szybkiego Monitoringu NBP, ok. 70% firm z sektora budowlanego już działa blisko swojego potencjału – ok. 20 punktów procentowych więcej niż w usługach czy przemyśle. 80% spośród tych firm rezygnuje z części zamówień i tylko 30% inwestuje w moce wytwórcze. Ta sytuacja przełoży się nie tylko na ograniczenie potencjału wzrostu inwestycji w budowlę, ale także spowoduje wzrost kosztów, co może mieć ujemny wpływ na inwestycje publiczne, które opierają się zwykle na przetargach z założonym z góry budżetem. Z drugiej strony, to samo badanie wskazało na wzrost udziału firm, które chcą inwestować. Wśród firm planujących inwestycje wyróżnić można rosnący udział takich, które robią to w celu redukcji kosztów. Naszym zdaniem jest to odpowiedź na rosnące koszty pracy i przełoży się na wyższe inwestycje w maszyny (automatyzację).

Ale inne składniki PKB pozostaną mocne

▪ Nasze prognozy innych składowych PKB pozostają z grubsza bez zmian, z mocną konsumpcją i eksportem. Konsumpcję wspierać będzie niskie bezrobocie i wysoki wzrost płac. Z kolei prognozy PKB partnerów handlowych Polski ważne udziałami w krajowym eksporcie wskazują na wzrost o 2,4% w 2018 r. To nieco niższe niż w 2017 (2,7%), ale lepiej niż w latach 2012-2016 (średnio 1,4%), co wieszcy wysoki popyt na polskie produkty. Silny wzrost konsumpcji i automatyzacja napędzą wzrost importu, który naszym zdaniem będzie szybszy od eksportu, co odbije się na saldzie handlowym.

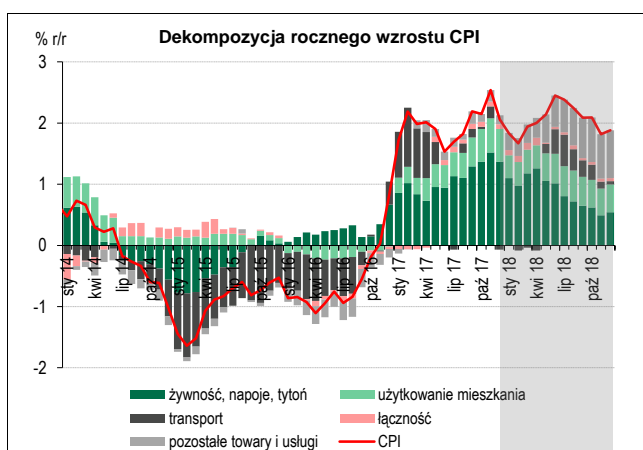
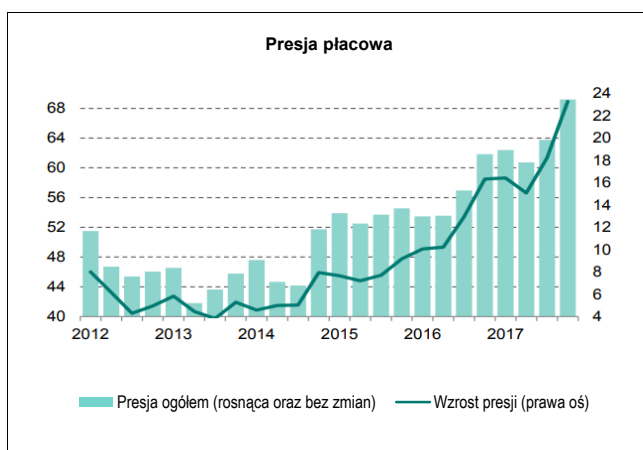
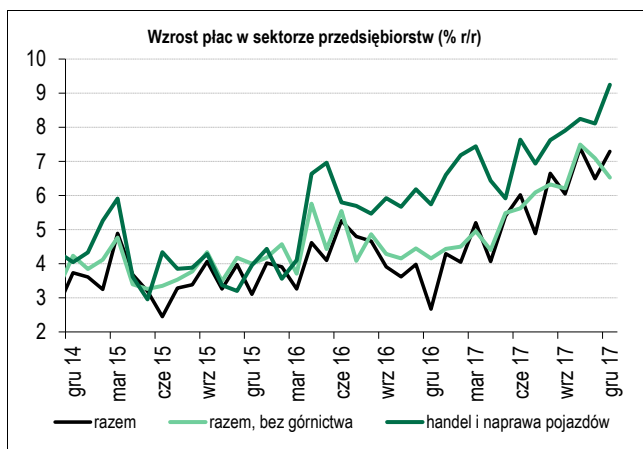
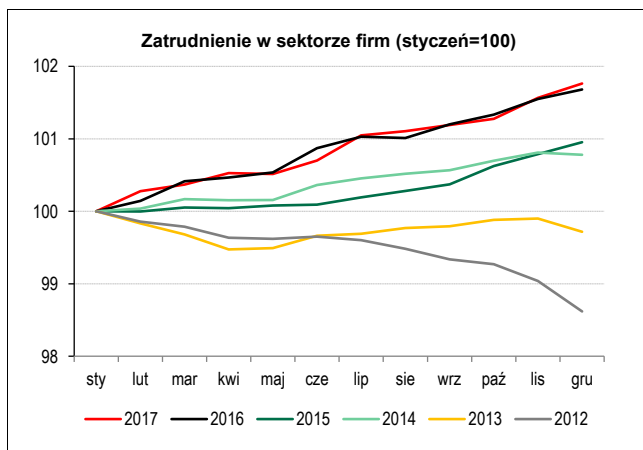
Wskaźniki wyprzedzające wskazują na poprawę koniunktury

▪ Styczniowe wskaźniki wyprzedzające dały również pozytywny sygnał i naszym zdaniem wspierają tezę, że koniunktura w Polsce nadal jest dobra na początku 2018 r.

▪ Wskaźniki koniunktury GUS zanotowały poprawę we wszystkich sektorach, przy czym w przetwórstwie i branży hotelowo-gastronomicznej były to jedne z najsilniejszych wzrostów w historii. Wskaźnik koniunktury w przemyśle podskoczył z 9,2 do 17,5 pkt., najwyższy od kwietnia 2008, przy mocnej poprawie wszystkich komponentów. Wskaźnik ESI Komisji Europejskiej również poszedł mocno w górę a indeks dla budownictwa był najwyższy od 1994 r.

▪ Indeks PMI dla przemysłu zaczął rok spadkiem do 54,6 pkt z 55,0 pkt. Korekta w dół w styczniu wynikała z wolniejszego wzrostu produkcji przemysłowej, podczas gdy nowe zamówienia rosły najszybciej od trzech lat. Liczba miejsc pracy rosła w najszybszym tempie od dziewięciu miesięcy.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Zatrudnienie wciąż rośnie

- Dane z polskiego rynku pracy wciąż są dobre, z dalszym wzrostem zatrudnienia i rosnącą presją płacową.
- Dane o zatrudnieniu w sektorze firm za grudzień okazały się lepsze od prognoz i pokazały wzrost o 4,6% r/r wobec 4,5% r/r w listopadzie. Statystyka zatrudnienia wydaje się nie reagować na nasilające się braki siły roboczej w polskiej gospodarce, często podkreślane przez przedsiębiorstwa w różnych badaniach koniunktury. Nawet obniżka wieku emerytalnego w październiku nie była widoczna w tempie wzrostu zatrudnienia, co naszym zdaniem sugeruje, że przytłaczająca większość nowych emerytów wróciła do pracy od razu po uzyskaniu uprawnień emerytalnych.
- Pod względem miesięcznego wzrostu zatrudnienia (0,2% m/m) był to najlepszy grudzień od kiedy dostępne są dane (1990 r.). Podobnie było w listopadzie. Styczeniowe badania koniunktury pokazują, że popyt na pracę utrzymuje się na wysokim poziomie.
- W styczniu GUS rewiduje badaną populację przedsiębiorstw zatrudniających więcej niż 9 osób. Naszym zdaniem dobra koniunktura w 2017 r. sugeruje, że do próby wejdą nowe firmy co spowoduje skokowy wzrost zatrudnienia w styczniowych danych.
- Według danych ZUS, pod koniec 2017 r. ubezpieczonych było 316,5 tys. Ukraińców wobec 194,4 tys. na koniec 2016 r.

Presja płacowa rośnie w siłę

- Wzrost płac przyspieszył do 7,3% r/r z 6,5% r/r zanotowanych w listopadzie. Wyniki za grudzień zostały podbite przez wypłaty okolicznościowe w górnictwie. Górnictwo wniosło do wzrostu płac 1,3 punktu procentowego – najwięcej od lutego 2013 r. Wzrost płac w pozostałych sektorach wyniósł średnio 6,5% r/r, czyli mniej niż w listopadzie (7,1% r/r). Spowolnienie to nie oznacza jednak naszym zdaniem spadku presji płacowej, a raczej jest związane z ujemnym efektem dni roboczych, który obniżył płace w sektorach częściej wykorzystujących pracę na akord (np. w przetwórstwie). Na uwagę zasługuje wzrost płac w handlu, który przyspieszył do 9,2% r/r i był najwyższy od połowy 2008 r. Z kolei w handlu detalicznym wzrost płac to już 12,0% r/r.
- Szybki Monitoring NBP sugeruje dalszy wzrost presji płacowej, odczuwanej już przez 70% badanych firm.
- Wzrost realnego funduszu płac przyspieszył do 9,9% r/r z 8,5% r/r w listopadzie. Jest to najlepszy wynik od września 2008. Średnia za cały IV kw. wyniosła 9,4%, o całe 3 pkt. proc. więcej niż w IV kw. 2016. Znaczny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wspiera założenia o silnej konsumpcji w IV kw. 2017.

Inflacja w dół

- Inflacja CPI wyniosła w grudniu 2,1% r/r wobec 2,5% r/r w listopadzie przede wszystkim ze względu na wysoką bazę w żywności i paliwach. Inflacja bazowa bez cen żywności i energii wyniosła 0,9% r/r.
- Nasze prognozy wskazują na dalszy spadek CPI w styczniu, do 1,8% r/r. Uważamy, że w styczniu wzrost cen żywności był wyjątkowo niski ze względu na spadki cen jajek i masła. Wcześniej te produkty poszły mocno w górę pod wpływem szoków. W dół CPI ciągnąć będzie wysoka baza cen energii – w styczniu 2017 r. ceny elektryczności poszły w górę. Inflacja bazowa z kolei naszym zdaniem poszła w górę do 1,1% r/r – najwyższego poziomu od 2014 r.
- W kolejnych miesiącach inflacja może wahać się w pobliżu 2,0% r/r i osiągnąć 2,5% w połowie roku przy istotnych zmianach zachodzących w jej strukturze – z malejącym udziałem żywności oraz paliw i rosnącym składników bazowych (prognozujemy, że na koniec 2018 inflacja bazowa wyniesie 2%).
- W marcu GUS opublikuje zrewidowany koszyk inflacyjny. Nasza analiza zmian cen relatywnych sugeruje, że rewizja spowoduje lekki wzrost wskaźnika CPI – najmocniej w styczniu (+0.045 pp), a w kolejnych miesiącach ten efekt będzie malał do 0 w grudniu przy średniej w roku 0.035 pp.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragment lutowego komunikatu RPP

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego **wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach.**

Mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego **roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.** (...) Jednocześnie – mimo szybszego wzrostu płac w przedsiębiorstwach – **niska pozostaje inflacja bazowa**

Dynamika PKB w br. będzie prawdopodobnie nieco niższa niż w II poł. 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.**

Najważniejsze fragment styczeniowego opisu dyskusji RPP

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, również **w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych.** Członkowie ci ocenili, że stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym oczekiwane dalsze ożywienie inwestycji. Wskazywali ponadto, że **za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.**

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, w szczególności związane z możliwością silniejszego przyspieszenia wzrostu płac, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. (...) Jednocześnie członkowie ci podkreślali, że w świetle danych, które napłynęły w ostatnim okresie, **ryzyko wyraźnego wzrostu presji inflacyjnej jest niższe niż wcześniej oceniano.**

Stanowisko prezesa NBP jest wciąż gołębie

Można było odnieść wrażenie, że wywiad Adama Glapińskiego z Davos pokazał inne, bardziej jastrzębie nastawienie prezesa niż to z poprzednich konferencji prasowych RPP. Lutowe posiedzenie potwierdziło jednak nasz pogląd, że jego stanowisko pozostało gołębie. Choć zaczął od stwierdzenia, że zbyt wcześnie, aby wiarygodnie wypowiadać się o przyszłym roku, później przyznał, że wciąż nie wyklucza stabilizacji stóp procentowych nawet do połowy 2019. Ciekawa była reakcja RPP na silne odbicie inwestycji w IV kw. (12% r/r implikowane z danych za cały rok). O ile wcześniej potrzeba wspierania mizernych inwestycji była argumentem za gołębią nastawieniem, to teraz spodziewane ożywienie inwestycji przedsiębiorstw zostało zaprezentowane jako czynnik, który zwiększy wzrost produktywności, ograniczając problem z rosnącą dynamiką płac, czyli także wesprze gołębią retorykę. Obóz jastrzębi zdaje się być w rozsypce wobec spadku CPI i braku wzrostu inflacji bazowej.

Inflacja CPI uderzyła w cel w listopadzie, ale od tamtej pory tylko spada, przez co osiągnięcie wtedy 2,5% r/r wygląda teraz trochę jak dzieło przypadku. Zakładamy, że CPI zejdzie do 1,8-1,7% w styczniu-lutym (głównie przez niższe ceny żywności i paliw), co zapewne tylko wzmocni gołębią postawę RPP.

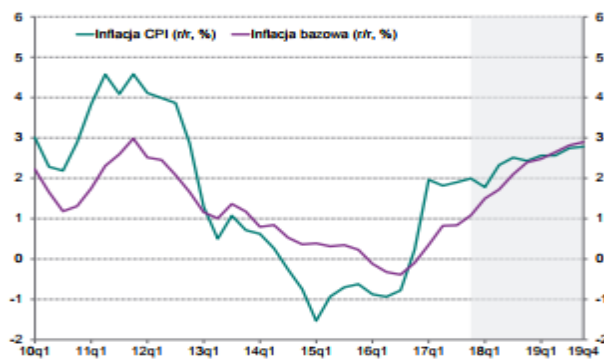
Jednak dla banku centralnego większe znaczenie powinna mieć inflacja bazowa, a ta naszym zdaniem nie będzie spadać. Przez większość 2017 pozostawała w miejscu, ale na przełomie roku rozpoczął się jej wzrost, który będzie kontynuowany przez cały 2018. Choć nie zakładamy, że CPI będzie regularnie przekraczać cel w tym roku, to narastanie inflacji bazowej może zmienić percepcję trendów inflacyjnych przez niektórych członków Rady. Niemniej jednak, po ostatnim posiedzeniu RPP straciliśmy przekonanie, że w tym roku będzie miała miejsce pierwsza z dwóch podwyżek jakie widzimy do końca 2019 r. Przesunęliśmy spodziewany moment pierwszej zmiany stóp na z listopada br. na marzec 2019 r.

W marcu pojawi się nowa projekcja NBP i oceniając po dalszych pozytywnych niespodziankach w aktywności gospodarczej (wzrost PKB w IV kw. powyżej 5% r/r), nasyceniu rynku pracy i wyższych cenach ropy, należy spodziewać się wyższej ścieżki CPI. Po raz pierwszy projekcja obejmie 2020 r., a już poprzednia wykazywała rosnącą trajektorię inflacji bazowej do IV kw. 2019 r. włącznie, doprowadzając ją do niemal 3%, więc powinniśmy zobaczyć istotne odchylenie w górę od celu (zdefiniowanego dla CPI) również w 2020 r., co mogłoby zmobilizować jastrzębie. Aprecjacja złotego zadziała na projekcję w drugą stronę, ale analitycy NBP zwykle dość konserwatywnie dobierają poziom kursu na potrzeby wyliczenia projekcji. Czy to wystarczy, żeby wywołać poważną dyskusję nt. zacieśnienia polityki pieniężnej w Radzie? Wątpimy, widząc ostatnie wychylenie się RPP w gołębią stronę. Najwyraźniej Rada musi zobaczyć znacznie wyższą inflację, żeby w nią uwierzyć.

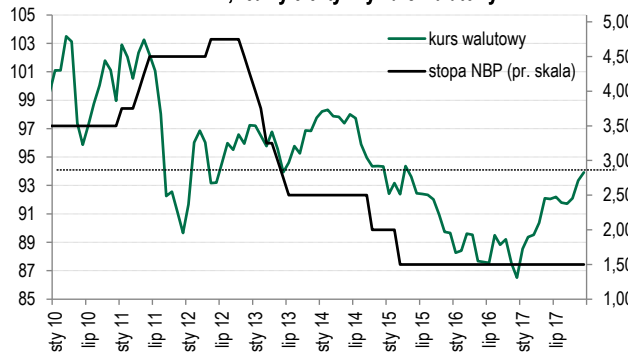
Walutowy substytut podwyżki stóp

Niektórzy członkowie RPP, w tym przewodniczący, odnosili się do umocnienia złotego w IV kw. 2017 jako do czynnika zacieśniającego politykę pieniężną bez ich udziału. Miara BIS realnego efektywnego kursu walutowego (REER) dla złotego pokazała aprecjację o 8,6% w 2017 i 2,4% w samym IV kw. co doprowadziło PLN do najwyższego poziomu od początku 2015 r., choć wciąż jest słabszy niż 2012-2014. Sprawdziliśmy, co modele NBP mówią o wpływie szoku walutowego na CPI w porównaniu z funkcją reakcji na podwyżki stóp. Patrząc na szczytowe reakcje, podtrzymana 10% aprecjacja REER obniża inflację o 2pp po 3-4 kwartałach. 100pb podwyżek utrzymane przez rok zbijają CPI o 0,4pp w podobnym horyzoncie czasowym. Mechaniczne przeskalowanie tych szoków (co jest nadmiernym uproszczeniem) dałoby wniosek, że 1% umocnienia to ekwiwalent 50pb zacieśnienia monetarnego. Nie oddaje to zapewne tego co mieli w głowie członkowie RPP mówiąc o substytucji umocnienia i podwyżek. Rzeczywistość jest po prostu o wiele bardziej skomplikowana.

Listopadowa projekcja inflacji NBP

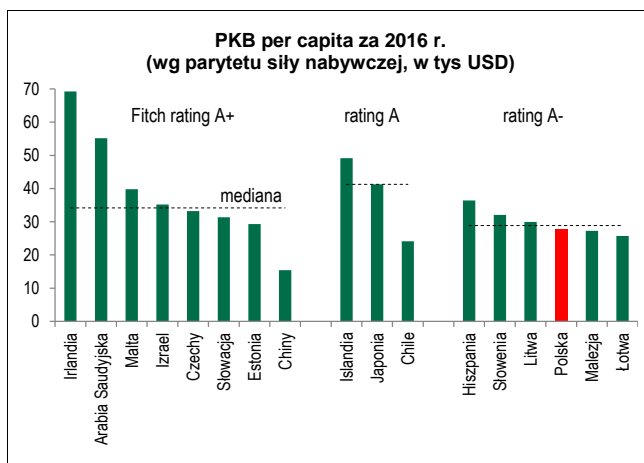
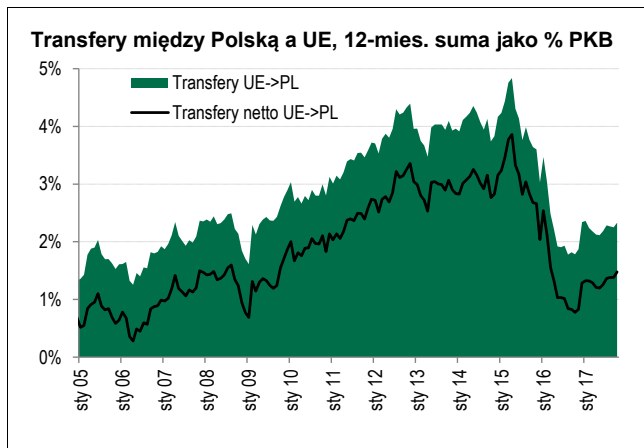
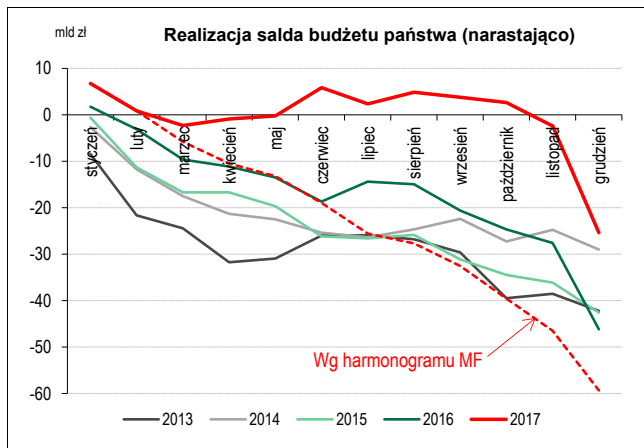


PLN, realny efektywny kurs walutowy



Źródła: GUS, NBP, BIS, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



Źródła: Ministerstwo Finansów, GUS, Bloomberg, Fitch, MFW, BZ WBK

Deficyt centralny w 2017 r. zgodny z naszą prognozą

Rok 2017 zakończył się deficytem budżetu 25,4 mld zł, zgodnie z naszą prognozą i poniżej planu 59,3 mld zł. Dochody budżetowe wyniosły 350,5 mld zł (107,7% planu). Wpływy z VAT wzrosły o ok. 24% wobec 2016 r., dochody z CIT o 13%, a z PIT o 9,2%. W samym tylko grudniu dochody z VAT były wyższe o ponad 100% r/r za sprawą innego niż w poprzednim roku kalendarza przyspieszonych zwrotów podatku. W 2016 większość zwrotów nastąpiła w grudniu, a w 2017 proces zaczął się wcześniej. Wydatki w całym 2017 r. wyniosły 375,9 mld zł (97,7% planu), a w grudniu zwiększyły się o 50,2 mld zł za sprawą nowelizacji budżetu, która zwiększyła limit wydatkowy w niektórych kategoriach. Deficyt całego sektora finansów publicznych w 2017 r. prawdopodobnie był poniżej 2% PKB (nasza prognoza to 1,9%, Komisja Europejska przewiduje 1,7%).

Nasze przewidywania dot. gospodarki w 2018 r. sugerują, że początek roku fiskalnego powinien być dość optymistyczny. Przyspieszenie zwrotów VAT miało miejsce zarówno w 2016 jak i 2017, więc nie powinniśmy zobaczyć drastycznego spadku rocznej dynamiki VAT w I kwartale br. (w I kw.17 średnio wyniosła 50% r/r).

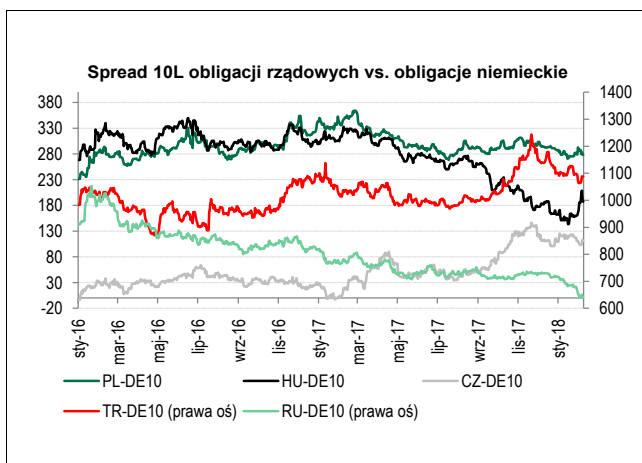
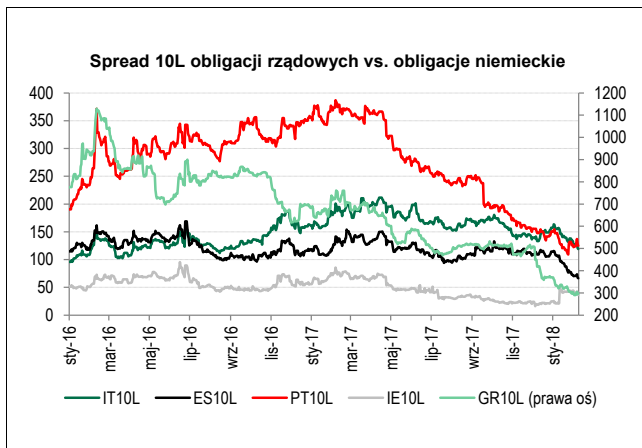
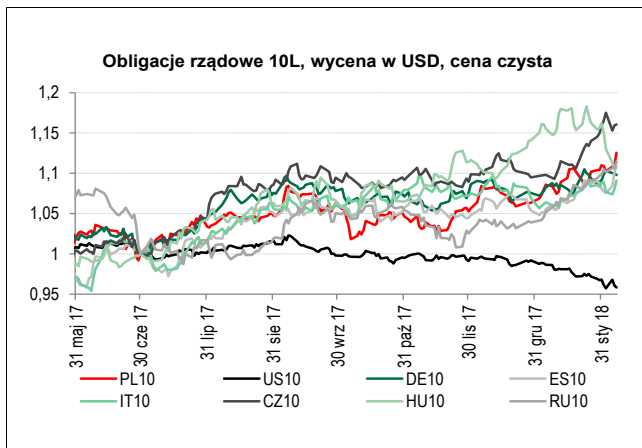
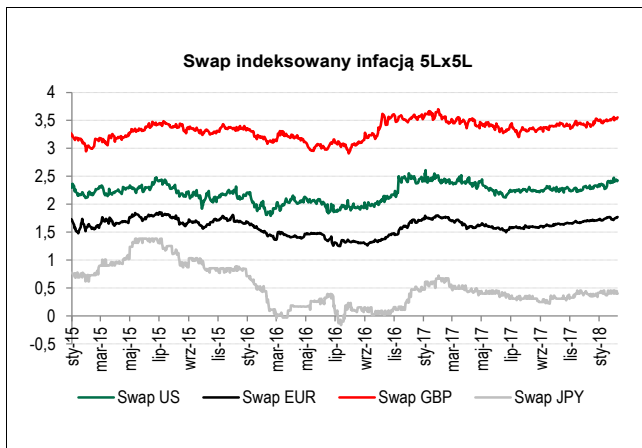
Nowy budżet UE i dodatkowe warunki

W maju Komisja Europejska przedstawi wstępną propozycję nowego wieloletniego budżetu UE na lata 2021-27. Dla Polski istotną sprawą jest to, czy spór z UE nt. zmian w sądownictwie ma szansę doprowadzić do wprowadzenia warunkowych zapisów w nowej perspektywie finansowej, za sprawą których kraje, które nie przestrzegają unijnych wartości i polityk mogą mieć ograniczony dostęp do funduszy UE. Wydaje się jednak, że kwestia warunkowości jest obecnie uważana za sprawę drugoplanową, a główna uwaga jest teraz skupiona na tym jak zasypać dziurę w finansach, która powstanie po Brexicie (Polska popiera propozycję Jean-Claude Junckera, żeby zwiększyć składki członkowskie).

Niedawne wypowiedzi przedstawicieli KE nt. warunkowego dostępu do funduszy UE są zróżnicowane. Szef KE Juncker prezentuje ugodowe stanowisko, a komisarz Günther Oettinger wspominał ostatnio o prawnych przeszkodach, kwestionując możliwość warunkowego ograniczania funduszy i proponując w zamian pozytywne zachęty budżetowe dla krajów, które nie naruszają zasad UE. Z drugiej strony, Martin Schulz, lider niemieckiej SPD, która zapewne będzie współtworzyć koalicję rządową, uważa, że Niemcy powinny ograniczyć swój wkład do unijnego budżetu jeśli Polska nie zastosuje się do polityki w sprawie uchodźców. Z kolei komisarz UE ds. sprawiedliwości Věra Jourová przyznała, że w KE trwają prace nad powiązaniem wszystkich funduszy UE, nie tylko funduszy spójności, z zasadą praworządności, oraz że otrzymała zadanie opracowania do maja kryteriów, które pozwolą oceniać kraje w tym zakresie. Obecnie proces stwierdzania naruszenia praworządności jest długotrwały, wieloetapowy i wymaga głosowania w Radzie Europejskiej. W przypadku Polski głosowanie nt. „wyraźnego ryzyka poważnego naruszenia praworządności” (Art. 7.1 Traktatu UE, wciąż nie jest to koniec całego procesu) będzie miało miejsce zapewne w tym miesiącu, dwa lata od kiedy KE uruchomiła procedurę dialogu nt. sytuacji w kraju, po wydaniu czterech Rekomendacji KE, Formalnej Opinii i jej aktualizacji oraz Uzasadnionego Wniosku do Rady Europejskiej, a także wymianie ponad 25 listów z polskimi władzami. Wydaje się więc, że do wprowadzenia warunkowego dostępu do funduszy unijnych potrzebna byłaby nowa procedura oceny krajów.

Analitik Fitch Arnaud Louis powiedział, że agencja przygląda się napięciu na linii Polska-UE, starając się oddzielić kwestie polityczne i dyplomatyczne od tego, co jest ważne dla ratingu. Z tego punktu widzenia potencjalne cięcia w przyszłym budżecie UE postrzegane są jako ryzyko dla wzrostu gospodarczego i finansów publicznych po 2021 r. W krótszym horyzoncie agencja mogłaby jego zdaniem rozważyć pozytywne zmiany ratingu, jeśli wzrost PKB pozostałby na tyle wysoki aby zapewnić konwergencję dochodu z innymi krajami posiadającymi ocenę A. Fitch planuje rewizję ratingu 8 06 i 12 10.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Banki centralne przesunęły krzywe do góry

W ciągu ostatniego miesiąca krajowa krzywa rentowności wspięła się o 30, 25 i 15 pb dla odpowiednio 10Y, 5Y i 2Y (co było po części pochodną zmian benchmarków, które „dodały” do rentowności benchmarków między 8 pb, a 20 pb). Jednocześnie krzywa IRS została przesunięta o 25, 25 i 5 pb (dla 10 lat, 5 lat i 2 lat). Wyprzedzały towarzyszył nieco bardziej agresywny ruch w górę na dłuższym końcu i krótkim końcu amerykańskiej i niemieckiej krzywej dochodowości. Przyczyną tego posunięcia była niewystarczająco (w odczuciu inwestorów) gołębia konferencja prasowa EBC i zbyt jastrzębi komunikat Fed. Nawet decyzja BoJ o rozpoczęciu skupu długoterminowych obligacji (w celu obniżenia dłuższych stóp) nie wystarczyła, aby zneutralizować globalne ruchy rentowności w górę. Negatywne nastawienie do długu znalazło odzwierciedlenie w wynikach aukcji z przełomu stycznia i lutego. Na aukcjach wskaźnik popyt/podaż wynosił między 1,5, a 1,7 (pomimo mniejszej niż pierwotnie zapowiadano podaży) w porównaniu do średniej 2,1 na 2017 i 2,3 na pierwszej aukcji w styczniu.

Globalna wyprzedaż dotknęła krajowy dług

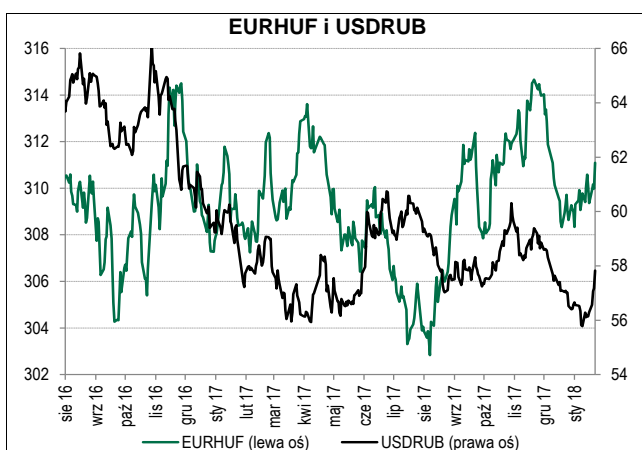
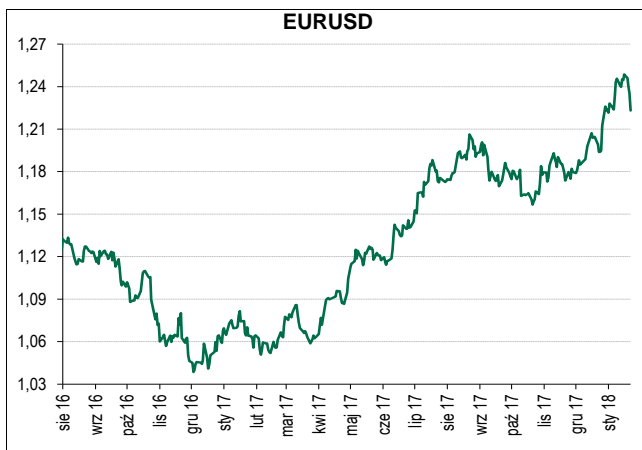
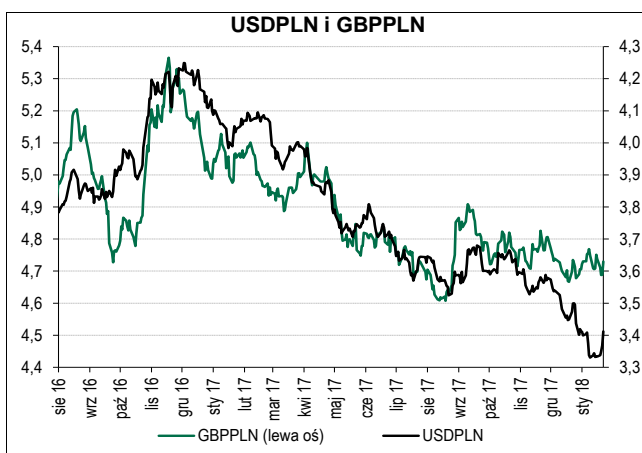
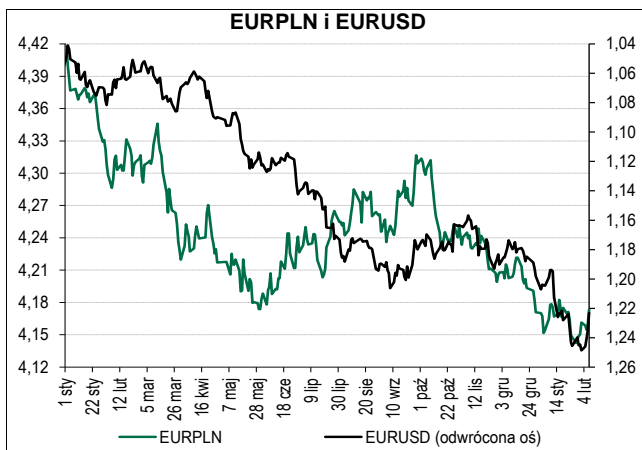
W dalszym ciągu sądzimy, że luty może być miesiącem w którym dług pozostanie pod presją. Naszym zdaniem wyprzedaż może dotyczyć długiego końca i środka krzywej, zaś krótki koniec pozostanie na zbliżonym do obecnego poziomie. Jednocześnie uważamy, krzywa IRS (szczególnie w segmencie 5-10L) pozostanie bardziej wrażliwa na presję wzrostową niż krzywa rentowności obligacji, co będzie prowadzić do kompresji spreadów asset swap. Uważamy, że mniejsza wrażliwość krzywej dochodowości obligacji jest wynikiem niskiej podaży krajowych obligacji. W przypadku krótkiego końca krzywej większe znaczenie mieć będzie retoryka RPP.

Naszym zdaniem długi koniec pozostanie jeszcze przez jakiś czas (2-3 tygodnie) pod presją wyprzedaży długu na bazowych rynkach. Jednocześnie wyższe poziomy rentowności znajdowały do tej pory swoje uzasadnienie w przekonaniu inwestorów, że rejestrowane na przestrzeni ostatnich miesięcy wysokie odczyty dynamiki płac przełożą się na wzrost inflacji, co w konsekwencji miało zmusić w przyszłości Radę Polityki Pieniężnej do szybszych i agresywniejszych podwyżek stóp. Znaczenie ostatniego z wyżej wymienionych czynników będzie stopniowo słabnąć wraz z pojawianiem się danych o inflacji w kraju (za styczeń i luty spodziewamy się wyniku 1,7-1,8% r/r).

Rynki globalne wciąż będą kluczowe

W kolejnym miesiącu prognozujemy lekkie umocnienie na rynku obligacji wzdłuż całej krzywej. W przypadku krótkiego końca odraęowanie cen będzie napędzane oczekiwanym wykupem obligacji PS0418. Zazwyczaj zaczynało odzwierciedlać się to w cenach kilka tygodni przed wykupem (obecnie na koniec kwietnia zostało do spłaty 14,6 mld zł). Na środek i długi koniec krzywej pozytywnie wpłyną oczekiwane dobre dane fiskalne. Nadal spodziewamy się pewnej poprawy na globalnym rynku obligacji w dłuższym (1-2 miesięcznym) horyzoncie, co powinno wpłynąć na wypłaszczenie krajowej krzywej. Uważamy, że wyprzedaż na rynku obligacji z ostatnich tygodni nie była w rzeczywistości napędzana przez rosnące oczekiwania inflacyjne uczestników rynku. Narracja ta jest niespójna z wyprzedażą na giełdzie (spółki zazwyczaj są beneficjentami wyższej inflacji), a także stosunkowo niskim wzrostem cen instrumentów finansowych powiązanych z inflacją, na światowych rynkach (pierwszy wykres). Jednocześnie uważamy, że znacznie niższy spadek cen papierów skarbowych w krajach EŚW i obligacji peryferii krajów strefy euro, widoczny podczas ostatniej wyprzedaży pokazuje, że inwestorzy zmienili swoje podejście do obligacji zaklasyfikowanych w ostatnich latach jako bardziej ryzykowne (dwa dolne wykresy).

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Złoty stabilny na mocnym poziomie

W styczniu złoty pozostał silny w stosunku do głównych walut w warunkach wciąż dobrego nastroju na globalnym rynku i tracącego dolara. Sądzymy, że złoty może niebawem oddać część zysków pod wpływem zarówno czynników globalnych, jak i lokalnych.

Jak piszemy poniżej, spodziewamy się korekty w dół EURUSD w najbliższym czasie. EURPLN spadał kiedy euro zyskiwało do dolara i jeśli amerykańska waluta zacznie w końcu odrabiać straty, to może to wywrzeć wzrostową presję na EURPLN.

W naszej ocenie, lokalne czynniki też mogą być istotne. Retoryka RPP na konferencji prasowej po lutymowym posiedzeniu była gołębia, co już miało pewien negatywny wpływ na złotego. Prognozujemy styczniową inflację na poziomie 1,8% r/r i taki odczyt może jeszcze wzmocnić gołębi przekaz RPP.

Początek lutego przyniósł gwałtowne spadki na giełdach. Na ten moment, złoty okazał się zaskakująco odporny na wzrost awersji do ryzyka, ale nie sądzimy by stan ten udało się utrzymać na dłuższą metę jeśli ceny akcji będą dalej spadać.

Tak jak w poprzednich miesiącach, wskaźniki analizy technicznej wskazują, że EURPLN jest wyprzedany, a zmienności implikowane notowane są na najniższych poziomach od lat. Powyższe czynniki każą nam pozostać ostrożnymi jeżeli chodzi o potencjał do dalszej aprecjacji złotego w krótkim terminie.

Korekta EURUSD mogła się właśnie rozpocząć

W styczniu, kurs EURUSD pozostał w trendzie wzrostowym dzięki dobrym danym o aktywności ekonomicznej w Europie, mniej gołębiej od oczekiwań retoryce EBC, niskiemu popytowi na bezpieczne aktywa oraz postępowi w rozmowach koalicyjnych w Niemczech. W efekcie, kurs wzrósł przejściowo do 1,25, najwyższej od końca 2014.

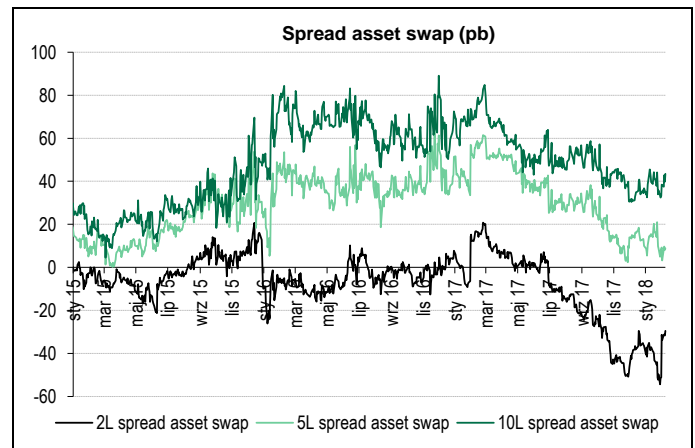
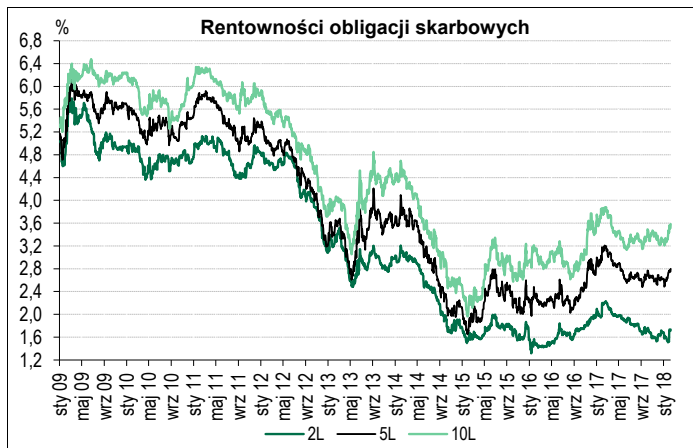
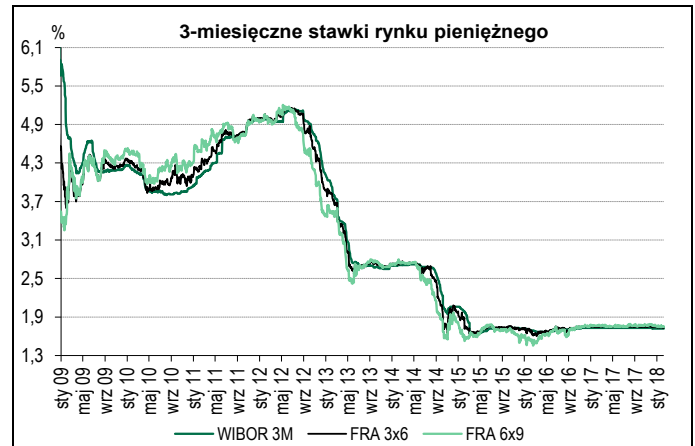
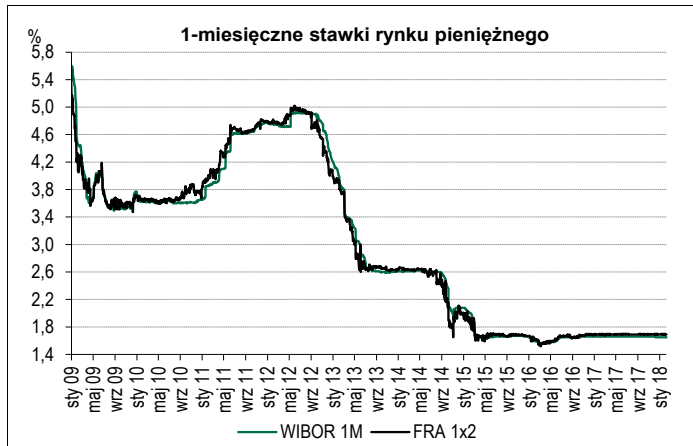
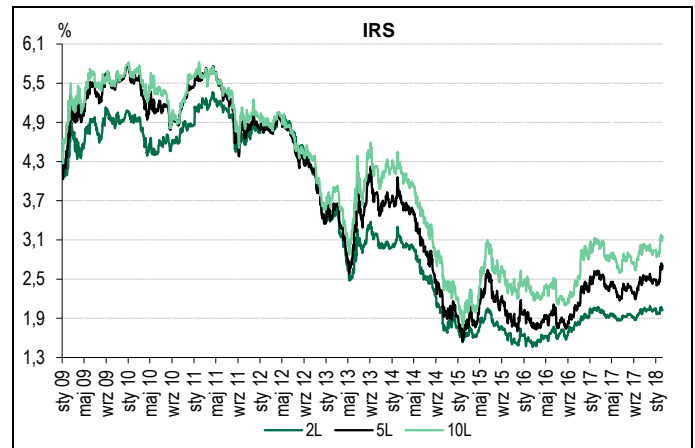
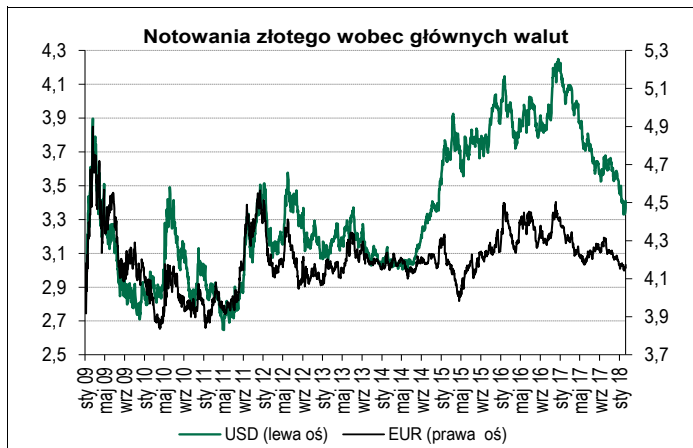
W dalszym ciągu postrzegamy kurs EURUSD jako wykupiony i w naszej ocenie rynek zbyt agresywnie wyceniał ożywienie w strefie euro i zbyt małą wagę przyłożył do dywergencji w polityce pieniężnej EBC oraz Fed. Biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty, zrewidowaliśmy ścieżkę EURUSD na ten rok w górę, w szczególności I kw. do 1,21 z 1,15 i koniec roku do 1,26 z 1,20. Podtrzymujemy naszą opinię, że w 2018 dominować będzie trend wzrostowy w wyniku dobrego nastroju panującego na globalnym rynku, który będzie osłabiał popyt na bezpieczne aktywa, takie jak dolar.

Polityka może ciążyć koronie

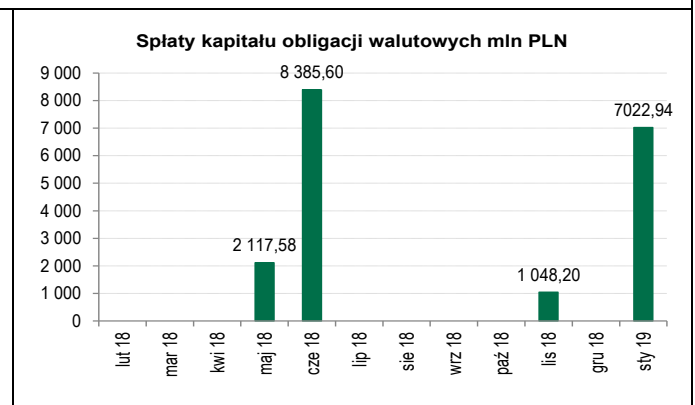
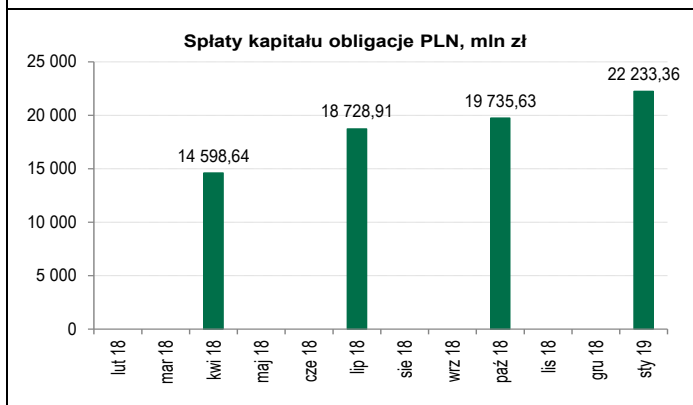
EURCZK pozostał w trendzie spadkowym dzięki podwyżce stóp w styczniu przez czeski bank centralny o 25 pb, głównej stopy do 0,75%. Prezes banku Jiří Rusnok powiedział po posiedzeniu, że jeszcze jedna podwyżka w 2018 jest możliwa, co brzmiało gołębio w kontekście rynku FRA, który wycenia wzrost stóp o 25 pb w ciągu trzech miesięcy i łącznie o 75 pb w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Wydaje się więc, że jest niewielka przestrzeń do dalszej aprecjacji korony w krótkim terminie, szczególnie biorąc pod uwagę trwający kryzys polityczny.

Prezydent Miloš Zeman został wybrany na drugą 5-letnią kadencję i jeszcze przed wyborami zapowiadał, że da Andrejowi Babišowi drugą szansę na utworzenie rządu. W połowie stycznia mniejszościowy rząd premiera Babiša nie uzyskał wotum zaufania, ale będzie sprawował władzę do momentu znalezienia koalicjanta, co może potrwać nawet kilka tygodni. Chociaż Babiš jest oskarżony o nieprawidłowości przy uzyskiwaniu funduszy unijnych, jego partia ANO ma wciąż bardzo wysokie poparcie społeczne. Pozostałe osiem partii które weszły do parlamentu może nie być zainteresowane ponownymi wyborami i mogą raczej skłonić się do stworzenia rządu koalicyjnego.

Monitor rynku



Spłaty kapitału i płatności odsetkowe



Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 lutego	13 <i>PL: Bilans płatniczy (XI)</i> HU: CPI (I)	14 <i>PL, DE, EZ, HU: Wstępny PKB (IV kw.)</i> US: CPI (I) US: Sprzedaż detaliczna (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: CPI (I)	15 <i>PL: CPI (I)</i> US: Indeks Philly Fed (II) US: Produkcja przemysłowa (I)	16 <i>PL: Płace i zatrudnienie (I)</i> CZ: Wstępny PKB (IV kw.) US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: Wstępny Michigan (II)
19	20 <i>PL: Produkcja przemysłowa (I)</i> <i>PL: PPI (I)</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (I)</i> DE: Indeks ZEW (II)	21 DE: Wstępny PMI – usługi (II) DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – usługi (II) US: Sprzedaż domów (I) US: Minutes FOMC	22 <i>PL: Podaż pieniądza (I)</i> DE: Indeks Ifo (II)	23 DE: PKB (IV kw.) EZ: CPI (I)
26 US: Sprzedaż nowych domów (I)	27 HU: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (I) US: Indeks nastrojów konsumentów (II)	28 <i>PL: PKB (IV kw.)</i> EZ: Wstępny CPI (II) US: Drugi szacunek PKB (IV kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (I)	1 marca <i>PL: PMI – przemysł (II)</i> EZ: PMI – przemysł (II) DE: PMI – przemysł (II) US: ISM – przemysł (II) US: Dochody osobiste (I) US: Wydatki konsumentów (I)	2 CZ: PKB (IV kw.) US: Indeks Michigan (II)
5 DE: PMI – usługi (II) EZ: PMI – usługi (II) EZ: Sprzedaż detaliczna (I) US: ISM – usługi (II)	6 HU: PKB (IV kw.) US: Zamówienia przemysłowe (I)	7 <i>PL: Decyzja RPP</i> EZ: PKB (IV kw.) US: Raport ADP (II) US: Beżowa księga Fed	8 EZ: Decyzja EBC DE: Zamówienia przemysłowe (I) HU: CPI (II)	9 DE: Eksport (I) DE: Produkcja przemysłowa (I) CZ: CPI (II) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Stopa bezrobocia (II)
12	13 US: CPI (II)	14 EZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Sprzedaż detaliczna (II)	15 <i>PL: CPI (II)</i> CZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Indeks Philly Fed (III)	16 <i>PL: Płace i zatrudnienie (II)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (I)</i> <i>PL: Inflacja bazowa (II)</i> US: Rozpoczęte budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę (II) US: Produkcja przemysłowa (II) US: Wstępny Michigan (III)

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	Około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	30									
Bilans płatniczy	15	13	16	13								
Podaż pieniądza	23	22	22	24								

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	lut 18
PMI	pkt.	54,8	54,2	53,5	54,1	52,7	53,1	52,3	52,5	53,7	53,4	54,2	55,0	54,6	55,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,7	4,2	12,3	9,1	2,7	9,3	7,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	2,1	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,6	19,8	23,5	15,3	20,3	19,8	12,7	22,8	24,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	7,7	7,4
Stopa bezrobocia	%	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	6,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	7,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,7	3,4
Eksport (w euro)	% r/r	15,1	6,4	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,8	5,9	15,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	16,0	10,5	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,9	7,6	15,0	12,0
Bilans handlowy	mIn EUR	477	-169	330	519	-83	-235	-172	162	466	321	109	-200,0	551	-343
Rachunek bieżący	mIn EUR	2 548	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	297	233	15	623	-834
Rachunek bieżący	% PKB	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	6,7	0,9	-2,3	-0,9	-0,2	5,9	2,4	4,9	3,8	2,7	-2,4	-25,4	3,0	-1,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-11,4	-1,4	3,8	1,5	0,3	-9,9	-4,0	-8,2	-6,4	-4,5	4,1	42,7	-7,1	3,6
Inflacja (CPI)	% r/r	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,8	1,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,2	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	-0,2	-0,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	5,0
Zobowiązania	% r/r	8,3	7,7	7,3	6,1	5,7	4,5	4,6	5,0	5,0	5,3	4,2	4,1	4,5	4,6
Należności	% r/r	3,5	4,8	5,3	4,5	4,8	4,5	4,5	5,0	5,1	4,7	3,7	3,6	3,8	3,9
EUR/PLN	PLN	4,37	4,31	4,29	4,24	4,20	4,21	4,24	4,26	4,27	4,26	4,23	4,20	4,16	4,18
USD/PLN	PLN	4,11	4,05	4,02	3,96	3,80	3,75	3,68	3,61	3,59	3,63	3,60	3,55	3,41	3,41
CHF/PLN	PLN	4,08	4,04	4,01	3,95	3,85	3,87	3,83	3,74	3,73	3,69	3,63	3,60	3,55	3,61
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	%	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	2,01	2,20	2,08	1,98	1,95	1,94	1,89	1,80	1,73	1,71	1,60	1,66	1,63	1,66
Rentowność obligacji 5L	%	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	2,72
Rentowność obligacji 10L	%	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	3,40

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	1 858,6	1 984,7	2 109,3	456,0	476,2	487,4	565,1	488,1	506,5	517,1	597,6
PKB	% r/r	3,8	2,9	4,6	4,3	4,1	4,0	4,9	5,1	4,9	4,3	4,0	3,9
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,2	4,7	4,4	3,9	5,5	3,9	5,2	5,1	4,4	4,2	4,0
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,9	4,8	4,9	4,7	4,9	4,8	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-7,9	5,4	6,6	-0,5	0,9	3,3	11,8	10,1	7,9	6,4	4,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	2,9	6,5	6,8	7,3	4,2	6,3	8,4	6,4	7,0	8,2	5,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	-14,6	13,7	14,4	5,6	8,4	19,3	17,1	19,7	20,6	14,3	8,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	1,5	3,9	8,3	7,9	9,6	7,6	7,9	8,1	8,1	8,6	9,1	5,8
Stopa bezrobocia ^b	%	9,7	8,2	6,6	5,7	8,0	7,0	6,8	6,6	6,6	5,8	5,6	5,7
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,3	3,8	5,7	7,9	4,1	5,0	4,9	7,1	7,2	7,5	7,6	9,0
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,7	2,4	3,2	3,0	3,6	3,4	2,6	2,3	2,0	1,8
Eksport (w euro)	% r/r	8,5	3,1	11,8	10,8	13,8	9,6	11,6	12,2	10,4	11,6	12,1	9,1
Import (w euro)	% r/r	5,0	2,7	12,8	11,5	15,5	13,5	9,4	12,8	10,6	12,7	13,4	9,6
Bilans handlowy	mIn EUR	2 213	2 935	1 535	195	641	204	460	230	608	-322	-91	0
Rachunek bieżący	mIn EUR	-2 405	-1 254	1 517	940	1 659	-799	112	545	-39	355	-701	1 325
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	0,3	0,2	0,1	-0,4	0,2	0,3	0,0	0,2	0,0	0,2
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,6	-2,5	-1,9	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,6	2,0	2,0	2,0	1,8	1,9	2,2	1,8	2,2	2,2	1,9
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-0,5	0,8	2,1	1,9	2,0	1,5	2,2	2,1	1,8	2,2	2,2	1,9
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	1,2	1,5	1,9	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,2	-0,2	2,9	0,8	4,4	2,8	2,8	1,7	-0,3	1,0	1,5	1,1
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9,1	9,6	4,6	8,7	7,8	5,0	5,4	4,6	5,6	6,7	7,7	8,7
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,1	4,1	8,5	7,3	4,5	5,0	4,1	5,2	6,3	7,4	8,5
Należności ^b	% r/r	6,9	4,7	3,6	6,3	5,3	4,5	5,1	3,6	4,3	5,0	5,7	6,3
EUR/PLN	PLN	4,18	4,36	4,26	4,21	4,32	4,22	4,26	4,23	4,18	4,21	4,24	4,22
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,78	3,43	4,06	3,83	3,63	3,59	3,41	3,47	3,45	3,38
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,84	3,59	4,04	3,89	3,77	3,64	3,59	3,62	3,61	3,54
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
WIBOR 3M	%	1,75	1,70	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,74
Rentowność obligacji 2L	%	1,70	1,63	1,88	1,77	2,10	1,96	1,81	1,66	1,66	1,66	1,81	1,95
Rentowność obligacji 5L	%	2,21	2,35	2,77	2,88	3,03	2,76	2,64	2,65	2,71	2,81	2,91	3,08
Rentowność obligacji 10L	%	2,69	3,04	3,42	3,44	3,72	3,32	3,30	3,35	3,37	3,42	3,47	3,50

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 08.02.2018 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl 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 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