

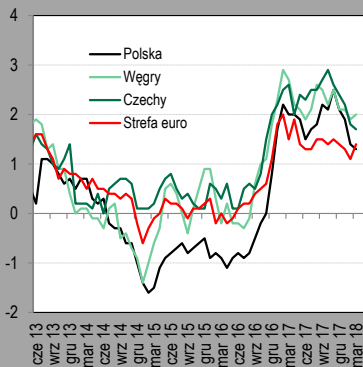
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

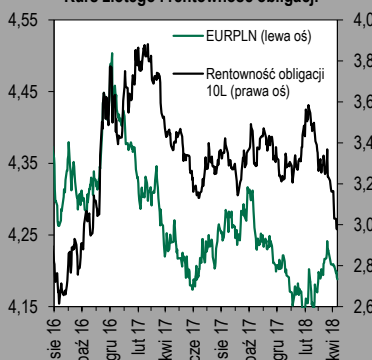
Kwiecień 2018

Niższe nominały

Inflacja, %r/r



Kurs złotego i rentowność obligacji



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 - dyrektor 22 534 18 87
 Marcin Luźniński - ekonomista 22 534 18 85
 Grzegorz Ogonek - ekonomista 22 534 19 23
 Konrad Soszyński - ekonomista 22 534 18 86
 Marcin Sulewski - ekonomista 22 534 18 84

■ **Wprowadźcie tempo ekspansji realnej aktywności ekonomicznej w Polsce utrzymuje się na wysokim poziomie (wzrost PKB prawdopodobnie wciąż blisko 5% r/r w I kw. 2018), ale w ostatnich tygodniach mieliśmy do czynienia ze spadkami wielu zmiennych nominalnych.** Najbardziej spektakularny był spadek inflacji CPI, która w marcu osiągnęła 1,3% r/r, będąc drugi raz z rzędu wyraźnie poniżej prognoz rynkowych. Co zastanawiające, odchylenie od oczekiwań wynikało przede wszystkim z niższej inflacji bazowej, która wg naszych obliczeń obniżyła się w marcu do 0,6% r/r, najniżej od roku. Co ciekawe, w odróżnieniu od poprzednich dwóch miesięcy, Polska była pod tym względem raczej wyjątkiem i w innych krajach europejskich nie zanotowano takiego zachowania inflacji. Na razie nie wiemy co dokładnie było źródłem zaskakującego spadku i na ile będzie to zjawisko trwałe. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach (do czerwca) inflacja będzie stopniowo rosta, ale i ta ścieżka CPI na resztę roku będzie prawdopodobnie nieco niższa niż przewidywaliśmy jeszcze do niedawna.

■ **Nominalny wzrost płac w lutym również rozczarował, hamując do 6,8% r/r.** W tym przypadku niespodzianka wynikała naszym zdaniem głównie z czynnika przejściowego, tj. przesunięcia terminu płatności premii w górnictwie. **W kolejnych miesiącach nie widzimy innej możliwości niż dalsze przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń ze względu na pogłębiającą się nierównowagę między popytem na pracę a jej podażą.** Naszym zdaniem tempo wzrostu płac będzie zaskoczeniem dla banku centralnego, który zakłada, że nie przekroczy ono 7% r/r.

■ **Prezes NBP Adam Glapiński triumfował na ostatniej konferencji prasowej RPP** po zaskakującym spadku marcowej inflacji. Przekaz z banku centralnego był jeszcze bardziej gołębi niż poprzednio i sugerowany okres stabilizacji stóp procentowych został wydłużony aż do 2020 r. Niemniej, prezes NBP nie poszedł tak daleko, aby sugerować, że następną decyzją RPP będzie obniżka stóp, ponieważ jego zdaniem obniżenie stóp z obecnego poziomu może być problemem dla sektora bankowego. **Nadal jesteśmy zdania, że następną decyzją będzie jednak podwyżka stóp, ale nie nastąpi ona wcześniej niż w listopadzie 2019, kiedy bank centralny zobaczy namacalne dowody na to, że presja inflacyjna materializuje się i jest trwałą.**

■ **Dług publiczny i deficyt fiskalny to kolejne zmienne, które zanotowały spadki, ale w 2017 r. Nadal korzystne perspektywy gospodarcze na najbliższe kwartały każą nam oczekiwać, że sytuacja fiskalna pozostanie pod kontrolą, a poziom długu może się ponownie obniżyć w 2018, jeśli nie nominalnie, to przynajmniej w relacji do PKB.**

■ **Niższa inflacja, gołębi bank centralny i poprawa sytuacji fiskalnej – to wszystko wspierało polskie obligacje w ostatnich tygodniach, prowadząc do mocnego spadku rentowności.** W kolejnych tygodniach spodziewamy się lekkiej korekty, za sprawą realizacji zysków i w reakcji na rosnącą stopniowo inflację i płace. Krótki koniec krzywej będzie wspierany przez niską relację podaży do popytu i znaczny wykup papierów pod koniec kwietnia.

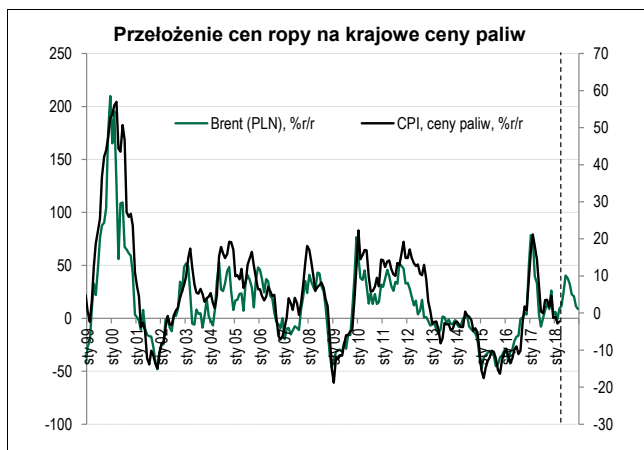
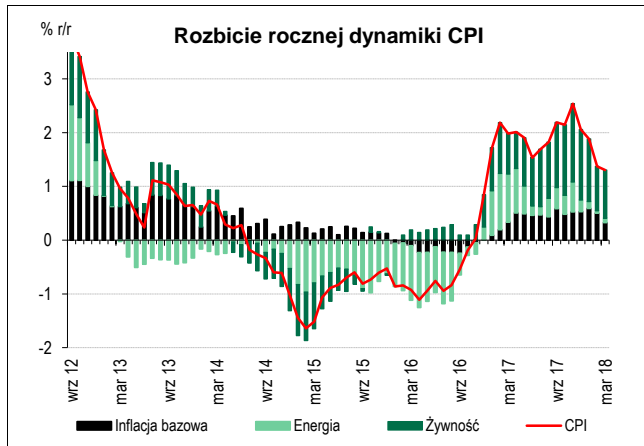
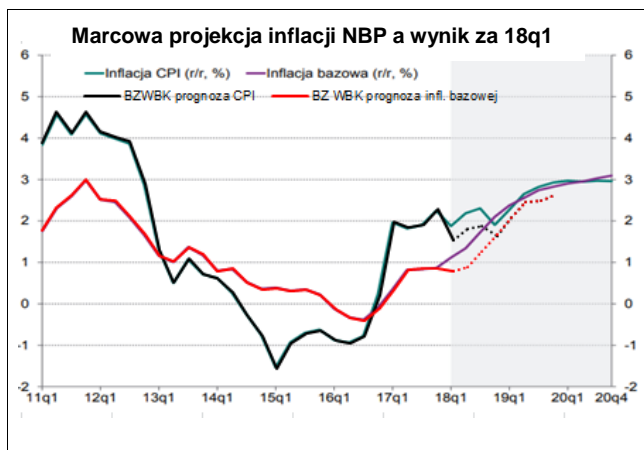
■ **Kurs EURPLN waha się od pewnego czasu w pobliżu 4,20 i wydaje się, że może nadal to robić w najbliższej przyszłości.** Obawy o światowy wzrost gospodarczy, rosnące napięcia geopolityczne i gołębie sygnały z polskiego banku centralnego powinny utrzymać złotego blisko obecnych poziomów w najbliższych tygodniach.

Na rynku finansowym 11 kwietnia 2018 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,70	EURPLN	4,1857
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,48	USDPLN	3,3833
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	2,97	CHFPLN	3,5293

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.04.2018 r.

Gospodarka Polski



Inflacja zanika...na dobre?

▪ Od publikacji marcowej projekcji inflacji NBP dzieli nas zaledwie miesiąc a dynamika CPI już zdążyła spaść wyraźnie poniżej przedstawionej ścieżki, jak również poniżej oczekiwań ekonomistów z sektora prywatnego. Inflacja nieoczekiwanie spadła w lutym z 1,9% r/r do 1,4% (rynek oczekiwał 1,8%) i ponownie w marcu, do 1,3% (rynek zakładał 1,6-1,7% a my 1,6%).

▪ Zarówno w przypadku lutowego jak i wstępnego marcowego odczytu negatywnie zaskoczyły ceny żywności, spadając m/m w obu miesiącach i odbiegając wyraźnie od sezonowego wzorca. Były też dużo poniżej naszych szacunków opartych o obserwację cen na rynku. Podejrzewamy, że ceny żywności nadal będą działać w stronę obniżania inflacji później w tym roku. Globalne ceny żywności zaczęły ostatnio odbijać, ale złoty umocnił się do dolara, co powinno trzymać ceny importowanej żywności na wodzy a efekt wysokiej bazy z 2017 r. obniży roczną dynamikę tej kategorii.

▪ Spadek ceny paliw pomógł obniżyć inflację w I kw. 2018 r., ale wkrótce może się odwrócić, ponieważ rosnące napięcie geopolityczne wypchnęło cenę ropy na najwyższy poziom od końcówki 2014 r. Ceny na stacjach benzynowych zapewne podążą za trendem wzrostowym w kolejnych tygodniach.

▪ Co najbardziej zaskoczyło nas w CPI, to to, że spadek w I kw. nie wynikał tylko z zachowania cen żywności i paliw, ale w dużym stopniu także z obniżenia się inflacji bazowej. Według naszych szacunków, inflacja bazowa, po wyłączeniu żywności i energii, spadła do 0,6% r/r w marcu, podczas gdy oczekiwano wzrostu do 0,9%. Podejrzenia jaki jej składnik wywołał ten spadek kierują się m.in. na ceny usług finansowych (mocny spadek w tej kategorii w lutym zanotował Eurostat w danych HICP) oraz ceny odzieży i obuwi. Te ostatnie zwykle sezonowo rosną w marcu, ale tym razem efekt cenowy mógł być zaburzony przez długą zimę, opóźniającą wprowadzenie wiosennych kolekcji do sklepów i zmianę metodologiczną w GUS. Opóźnienie wprowadzenia kolekcji oznaczałoby jednak, że w kwietniu może wystąpić wyraźne odbicie cen odzieży i obuwi. Naszym zdaniem nie należy poruczać kierunkowej prognozy narastania inflacji bazowej w tym roku.

▪ Zaskakujący spadek inflacji i jej bazowej miary nie pochodził z corocznej aktualizacji wag w koszyku CPI. Przeliczenie przy użyciu nowych wag obniżyło nasze prognozy inflacji r/r od marca do listopada 2018 o nie więcej niż 0,04pp i naszą ścieżkę inflacji bazowej o nie więcej niż 0,09pp. Rewizja koszyka odbiła się przede wszystkim na prognozach dla miesięcy III kw. 2018 r.

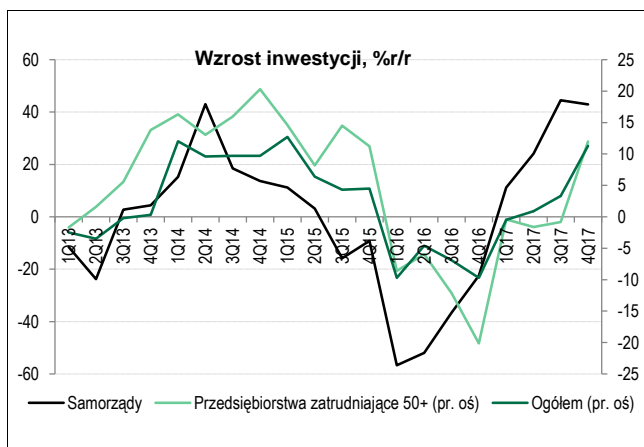
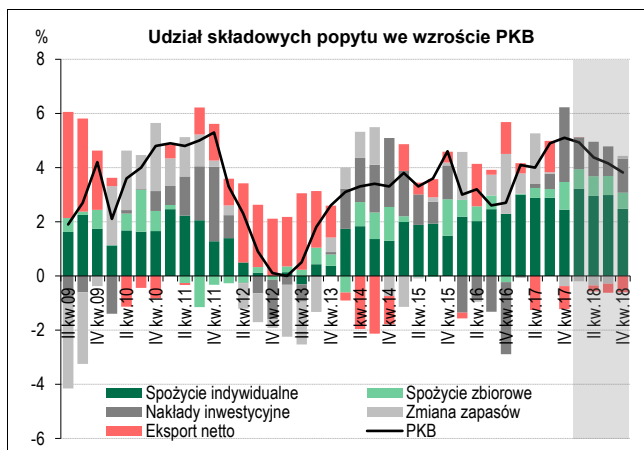
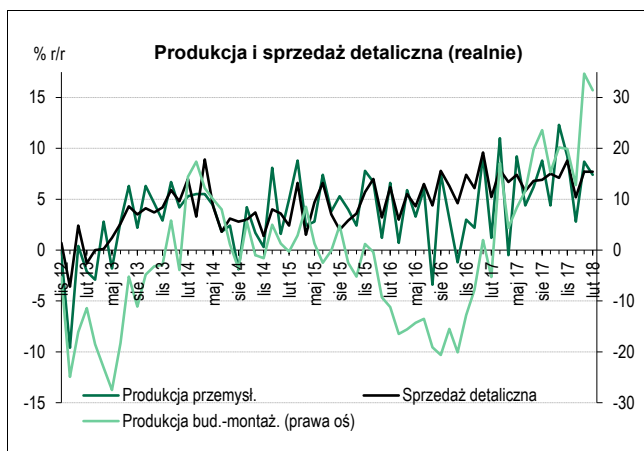
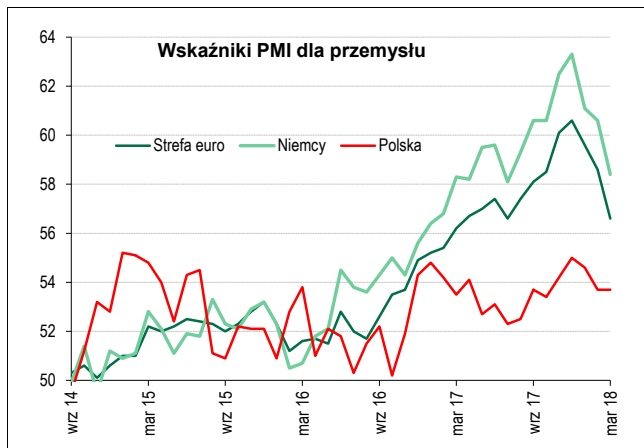
▪ Według nas inflacja wzrośnie w kolejnych miesiącach i osiągnie lokalny szczyt na ok. 2% r/r w czerwcu-lipcu. Potem powinna cofnąć się poniżej 2% w II poł. roku, głównie ze względu na bardzo wysoką bazę w żywności i paliwach. Co do inflacji bazowej, działać powinien tylko jeden trend – w górę. Jednakże, obniżony punkt startowy może uniemożliwić jej dotarcie aż do 2% r/r w grudniu.

Nominalny wzrost płac napotkał opór

▪ CPI to nie jedyna nominalna zmienna makroekonomiczna, która nieoczekiwanie ostatnio straciła wigor. Nominalna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw z wyłączeniem górnictwa (które może zaburzać trend nieregularnymi wypłatami dodatków) spadła z 7,5% r/r do 6,9% w lutym. Po części tłumaczy to efekt różnicy w dniach roboczych. Zrobiliśmy na to poprawkę, wykluczając również dane z sektora energetycznego, w którym też zdarzają się przesunięcia w miesiącu wypłat nagród. Nie zmieniło to jednak istotnie wykresu – między I a III kw. 2017 r. przebiegało konsekwentne przyspieszanie tempa wzrostu płac, ale później doszło do jego stabilizacji, mimo kolejnych sygnałów o niedoborach na rynku pracy. Warto jednak zaznaczyć, że w samym sektorze przetwórczym płace przyspieszyły z 7,4% r/r do 7,6% w tym samym czasie i naszym zdaniem w tym roku ich dynamika zajdzie jeszcze wyżej, czym pociągnie za sobą wynik dla całego sektora przedsiębiorstw.

Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Markit, MF, BZ WBK

Niepokojąca seria słabych danych ze strefy euro

Z jednej strony przejście z okresu nieprzerwanej serii pozytywnych zaskoczeń danymi w okres powtarzających się rozczarowań jest dość naturalnym zjawiskiem wokół szczytu cyklu koniunkturalnego. Z drugiej strony, skala negatywnych zaskoczeń jest niepokojąca. Na szczęście, nie mówimy o danych z Polski, ale o tych ze strefy euro (zwłaszcza z Niemiec), ale z uwagi na bliskie związki, spowolnienie u sąsiadów może i u nas wywołać gospodarcze osłabienie.

Nie mówimy, że poziom aktywności w strefie euro się załamuje – wciąż jest godny podziwu. Dane potwierdzają jednak, że szczyt jest już za nami i jeśli mielibyśmy oceniać asymetrię ryzyk dla naszych prognoz aktywności gospodarczej to pogorszenie nastrojów biznesowych wśród naszych głównych partnerów handlowych może oznaczać mniej wsparcia dla polskiego wzrostu PKB ze strony handlu zagranicznego niż wcześniej zakładaliśmy.

Produkcja budowlana i przemysłowa pozostały mocne

Produkcja budowlana wzrosła o 31,4% r/r (oczekiwano 29,8%), a produkcja przemysłowa (7,4% r/r) była niższa od oczekiwań (8,1%), przy naszej prognozie spowolnienia do 6,7%. Wzrost r/r w zakresie wznoszenia obiektów inżynierii lądowej i wodnej wyniósł 65% pomimo fali mrozu trwającej przez pół lutego. Pokazuje to siłę popytu, podpartego wyborami samorządowymi na jesieni i silniejszym wykorzystaniem funduszy UE niż rok temu. Jednakże nie oczekujemy aby sektor budowlany był w stanie utrzymać ponad 30-proc. tempo wzrostu ze stycznia i lutego – są to miesiące kiedy skala aktywności jest dużo niższa niż przez resztę roku, co sprawia, że relatywnie łatwo o uzyskanie bardzo wysokiej dynamiki produkcji. W kolejnych miesiącach sektor budowlany będzie się zmagać z ograniczeniem ze strony możliwości produkcyjnych.

Wynik produkcji przemysłowej po oczyszczeniu z wahań sezonowych wyniósł 7,3% r/r czyli mniej więcej tyle ile wynosi średnia z odczytów od połowy 2017, i był wyraźnie lepszy niż ten za styczeń (6,2%). W rozbiu danych widać wysoki wkład ze strony producentów energii, co należy wiązać z falą mrozu. Bardzo mocna była produkcja maszyn i urządzeń (20,5% r/r), która w dużym stopniu kierowana jest na eksport. Jej wynik może jednak pokazywać nie tylko siłę popytu zagranicznego, ale też świadczyć o odbiciu inwestycyjnym w kraju. Jednak, jak już zaznaczyliśmy, trzeba podchodzić z ostrożnością do ekstrapolacji silnego popytu z zagranicy z uwagi na ostatnie słabsze dane ze strefy euro.

Nadal uważamy, że wzrost PKB za I kw. 2018 będzie porównywalny lub nieco niższy niż wynik za IV kw. 2017 (5,1% r/r).

Szczegóły odbicia inwestycji w IV kw. 2017 r.

Inwestycje samorządów w IV kw. 2017 wzrosły nominalnie o 42,9% r/r, w podobnym tempie jak w III kw. 2017 r. (44,5% r/r). Ogólnie samorządy były odpowiedzialne za ok. 4 punkty procentowe wzrostu inwestycji ogółem pod koniec 2017 r. (z 11,3 pp w sumie). Nie mamy jeszcze dokładnych danych jak pozostała część wzrostu inwestycji rozłożyła się między sektor centralny i sektor prywatny, jednak dostępne informacje wskazują, że inwestycje sektora prywatnego wciąż były niemiernie pod koniec 2017 r. W samorządach zwiększyło się wykorzystanie środków unijnych. Wydatki majątkowe finansowane środkami z UE wyniosły w IV kw. 2017 r. 5,4 mld zł i wzrosły o 247,8% r/r. Spodziewamy się, że w pierwszej połowie roku utrzyma się wysokie tempo wzrostu inwestycji w samorządach i również wniosą one ok 3-4 punkty procentowe do wzrostu wydatków inwestycyjnych ogółem.

Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw zatrudniających ponad 50 osób wzrosły realnie w IV kw. 2017 r. 12% r/r, przy czym ponad połowa tego wzrostu (6,4 pp) wynikała z inwestycji w budynki i budowlę a 3,8 pp z zakupu maszyn, urządzeń i narzędzi. Struktura inwestycji w dużych firmach pokazuje zatem, że wybicie z IV kw. nie było chwilowe. Zakładamy, że w I kw. 2018 r. inwestycje w całość gospodarce urosną realnie o ok. 10% r/r.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragment kwietniowego komunikatu RPP

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. W strefie euro napływające dane sygnalizują utrzymanie się relatywnie wysokiego wzrostu aktywności gospodarczej mimo pewnego pogorszenia nastrojów przedsiębiorstw. Korzystna koniunktura utrzymuje się także w Stanach Zjednoczonych, chociaż dane miesięczne wskazują na przejściowe osłabienie tempa wzrostu PKB w I kw. br. Z kolei w Chinach wzrost aktywności gospodarczej jest relatywnie stabilny.

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Ponadto nadal niższe niż przed rokiem są ceny surowców rolnych. Jednocześnie ceny ropy nieznacznie wzrosły w ostatnim okresie.

W Polsce roczna dynamika PKB w I kw. br. była prawdopodobnie zbliżona do obserwowanej w poprzednim kwartale. Wzrostowi gospodarczemu sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie widoczne jest wyraźne ożywienie inwestycji, któremu sprzyja rosnące wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych. Wzrost nakładów na środki trwałe widoczny jest zarówno w sektorze publicznym – zwłaszcza jednostek samorządu terytorialnego – jak i w sektorze przedsiębiorstw. Czynnikiem wspierającym wzrost aktywności gospodarczej pozostaje również dobra koniunktura za granicą.

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnim okresie obniżyła się. Towarzyszy temu niska inflacja bez cen żywności i energii.

W ocenie Rady bieżące informacje nadal wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Zgodnie z dostępnymi prognozami w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Triumf gołębi

▪ Zaskakująco niska inflacja w I kw. 2018 r. umocniła RPP w przekonaniu, że jej strategia „wait and see” była prawidłowa. Kwietniowe posiedzenie RPP zakończyło się oczywiście brakiem zmian stóp. Komunikat po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej był bardzo podobny w przekazie do poprzedniego, ale wydźwięk konferencji był zdecydowanie bardziej gołębi niż ostatnio.

▪ Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że jego zdaniem okres prawdopodobnej stabilizacji stóp procentowych wydłużył się i może wynieść jeszcze około dwa lata licząc od dzisiaj. Wg prezesa NBP prawdopodobna data podwyżek stóp oddala się tak bardzo, że może do niej nie dojść w ogóle ze względu na spowolnienie gospodarki. Jednak pytany czy następnym ruchem może być obniżka stóp, Glapiński starał się dezawuować taką hipotezę. Prezes uzasadnił to strukturą sektora bankowego w Polsce, która jego zdaniem sprawia, że dalsze obniżki stóp zawsze będą problemem. Warto w tym kontekście przypomnieć, że RPP nie obniżyła stóp w 2016 r. w okresie przedłużającej się deflacji i spowolnienia gospodarki. Glapiński stwierdził też, że w razie potrzeby bank centralny może zastosować inne instrumenty polityki pieniężnej niż obniżki stóp aby stymulować gospodarkę.

▪ Adam Glapiński zwrócił uwagę, że szczytowy punkt globalnej koniunktury jest już zapewne za nami, oraz że niemiecka gospodarka już spowalnia. Jednak jego zdaniem na razie nie są to tendencje niepokojące z naszego punktu widzenia. Zdaniem prezesa NBP kolejna projekcja NBP pokaże niższą ścieżkę inflacji i wyższą ścieżkę PKB niż ta pokazana w marcu.

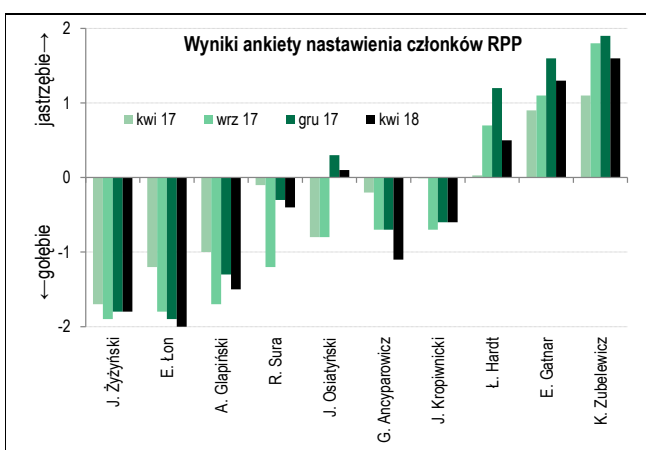
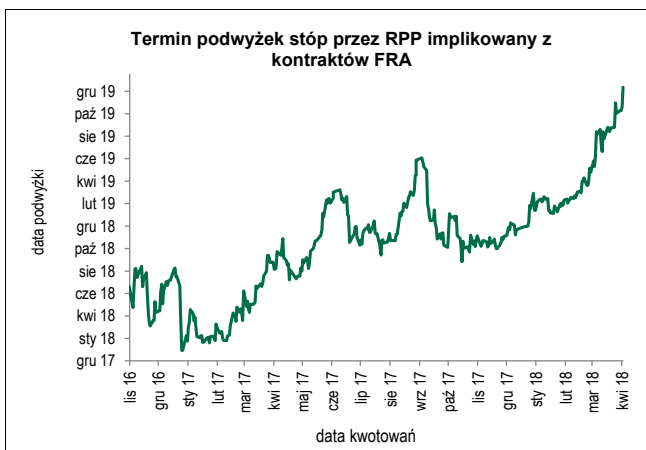
▪ Jedno jest pewne: przed nami dłuższy okres stabilnych stóp. Spodziewamy się pierwszej podwyżki w listopadzie 2019 r., jako że uważamy że rosnąca presja na rynek pracy przyspieszy wzrost płac powyżej 7% r/r oczekiwanych przez NBP. Rosnące koszty pracy przełożą się z kolei na wyraźniejszy wzrost inflacji bazowej. Jednakże, jak argumentowaliśmy w zeszłym miesiącu, bank centralny pozostanie cierpliwy i nie rozpocznie zacieśniania polityki pieniężnej dopóki czarno na białym nie zobaczy realizacji tego scenariusza.

To nie jest kraj dla jastrzębi

▪ Sondaż PAP wśród ekonomistów rynkowych przeprowadzony tuż przed posiedzeniem RPP pokazał, że większość członków Rady była postrzegana dużo bardziej gołębio niż wcześniej. To pierwsza taka zmiana w historii tego badania (we wcześniejszych trzech edycjach oceny stawały się raczej bardziej jastrzębie). Nie jest to niespodzianka, gdyż w ostatnich miesiącach zmiana retoryki RPP była oczywista. Za dowód niech posłuży fakt, że trzech członków Rady (1, 2, 3) sugerowali ostatnio, że kolejną decyzją Rady może być obniżka a nie podwyżka.

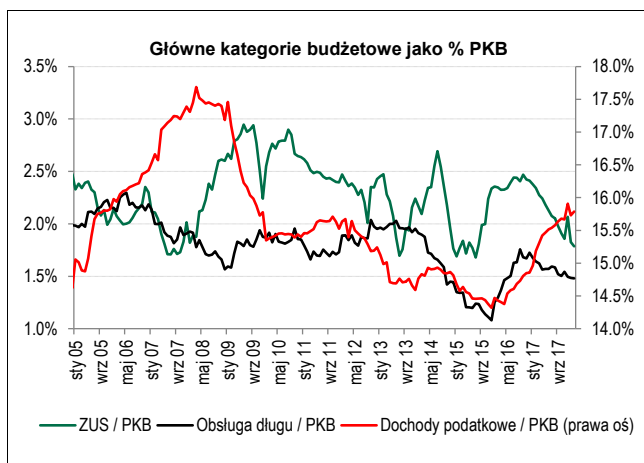
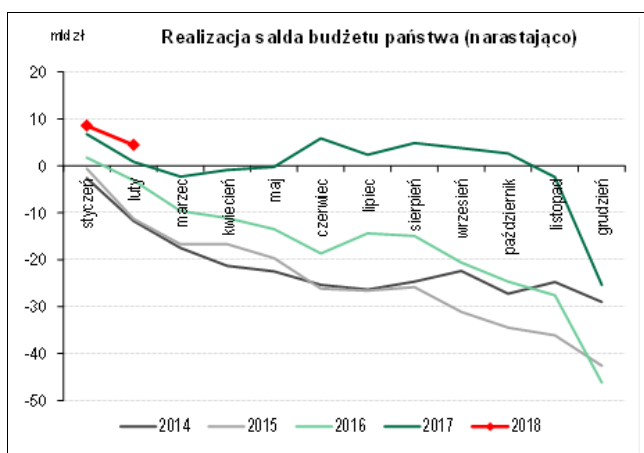
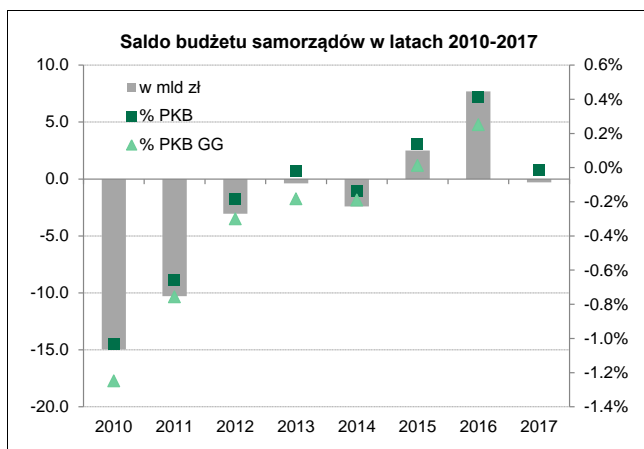
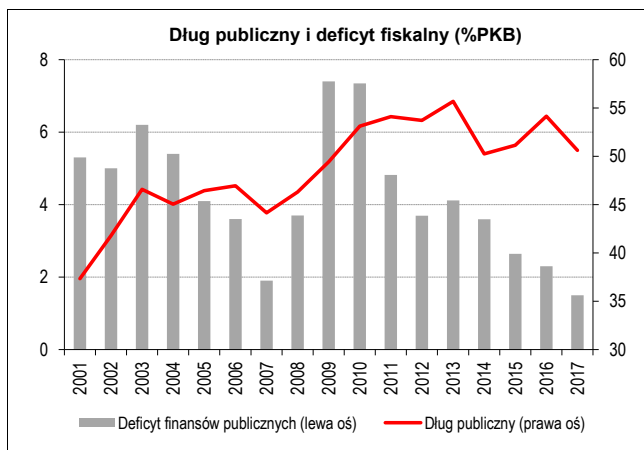
▪ Po ostatniej konferencji RPP wydaje się jasne, że bankierzy centralni są coraz bardziej gołębi. Prezes NBP wskazał, że nawet ci członkowie RPP, którzy dostrzegali wcześniej jakieś ryzyko dla inflacji ze strony rynku pracy, teraz zmodyfikowali swoje stanowisko a ich obawy zniknęły.

▪ Ostatnie dane niewątpliwie nie wsparły stanowiska jastrzębi. Jednakże, wciąż uważamy, że to się zmieni, gdyż napięcia na rynku pracy są na tyle silne, by wypchnąć wzrost płac powyżej ścieżki oczekiwanej przez NBP. Członek RPP Eugeniusz Gatnar wskazał w jednym z ostatnich wywiadów, że w marcu NBP stworzył, poza scenariuszem bazowym, także scenariusz alternatywny. Zakładał on wyższy wzrost płac i silniejsze przełożenie sytuacji rynku pracy na inflację (z inflacją bazową rosnącą do 4% do 2020 r.). Naszym zdaniem, przyspieszenie płac w nadchodzących miesiącach może sprawić, że scenariusz ten nie będzie taki nieprawdopodobny jako mogłoby się wydawać.



Źródła: NBP, PAP, Reuters, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



Rok 2017 powyżej oczekiwań...

W 2017 r. finanse publiczne osiągnęły dobre wyniki. Deficyt finansów publicznych wyniósł 1,5% PKB wobec 2,3% w 2016 r., najmniej od kiedy dostępne są porównywalne dane (1995 r.). Wynik ten został odnotowany dzięki wysokiej dynamice dochodów podatkowych, wynikającej z szybkiego wzrostu konsumpcji i poprawy ściągłości podatków. Pomogły w tym również niskie koszty obsługi długu i niskie wydatki na zabezpieczenie społeczne (co jest pochodną niskich stóp i korzystnej sytuacji rynku pracy). Naszym zdaniem w 2018 r. deficyt sektora publicznego będzie nieco wyższy (powyżej 2,0% PKB), jednak pozostanie niski w porównaniu historycznym.

Według szacunków Ministerstwa Finansów w 2017 r. Luka VAT obniżyła się do 14% potencjalnych wpływów z 20% w 2016 r. W ujęciu nominalnym oznacza to spadek o ok. 10 mld zł z 32 mld zł w 2016 r. Taka poprawa ściągłości podatku VAT jest spójna z naszymi szacunkami, przedstawionymi w [MAKROskopie z paź-17](#).

Dług publiczny obniżył się do 50,6% PKB w 2017 r. z 54,1% PKB w 2016 r. Co ciekawe, dług spadł także w ujęciu nominalnym: ledwie o 3 mld zł, ale i tak był to pierwszy spadek r/r od kiedy dysponujemy porównywalnymi danymi. Tak wyraźne obniżenie relacji długu-PKB było możliwe dzięki niskiemu deficytowi, szybkiemu wzrostowi nominalnego PKB (6,7% - najwięcej od 2011 r.) oraz umocnieniu złotego do euro i dolara. W 2018 r. spodziewamy się dalszego spadku tej relacji, do ok. 50,0%. Obniżenie długu sektora publicznego mogłoby być istotnym argumentem za poprawą ratingu kredytowego (ostatnio Moody's podnosił taki argument), o ile tendencja zostanie uznana za trwałą i nie wynikającą z czynników cyklicznych.

Samorzady zamknęły rok 2017 z deficytem 280 mln zł, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Przychody wyniosły 229,9 mld zł (+7,7% r/r) a wydatki 230,2 mld zł (+11,9% r/r). W samym IV kw. 2017 r. przychody urosły o 9,1% r/r a wydatki o 13,4% r/r.

... a 2018 otworzył się mocno

Po lutym budżet skarbu państwa wykazał nadwyżkę w wysokości 4,5 mld zł wobec planowanego deficytu 0,6 mld zł. Dochody wyniosły 62,0 mld zł (102,2% planu na luty), a wydatki 57,6 mld zł (93,9% planu). W samym lutym zanotowano dobry wzrost dochodów podatkowych – VAT urosł o ok. 13% r/r, PIT o 13% r/r, a CIT aż o 25,4% r/r. Ogólnie, w lutym dochody były wyższe niż w odpowiednich okresach poprzednich lat i były o 2,8 mld zł wyższe niż w lutym 2017 r. Po stronie wydatków natomiast nastąpił spadek dotacji do FUS (19,6% r/r), co jest pochodną m.in. dobrej sytuacji na rynku pracy. Tym niemniej, wydatki były o 1 mld zł wyższe niż w lutym 2017 r. W samym lutym deficyt wyniósł 4,1 mld zł i był najniższy w lutym od lat.

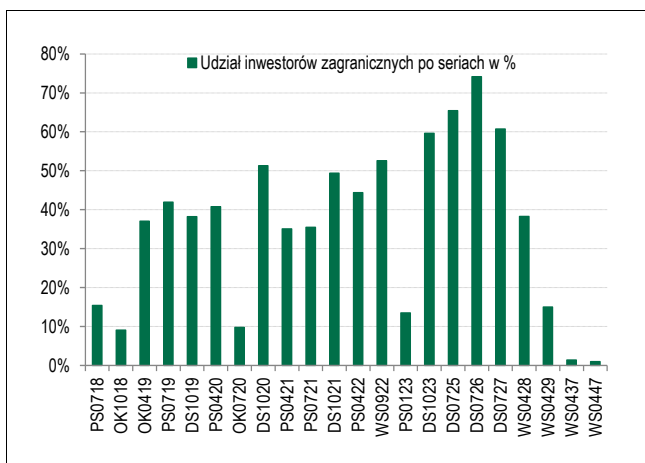
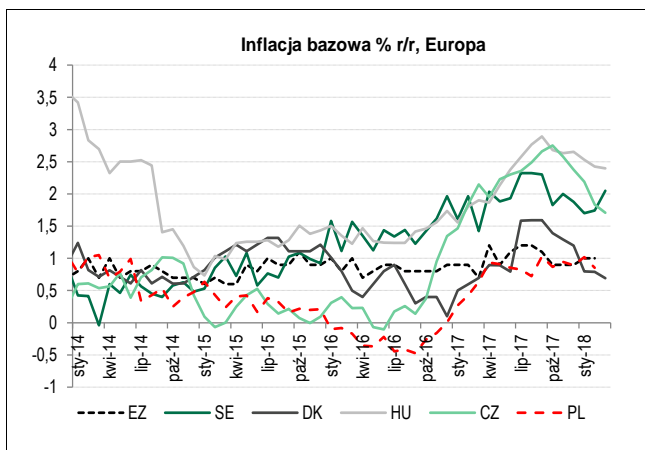
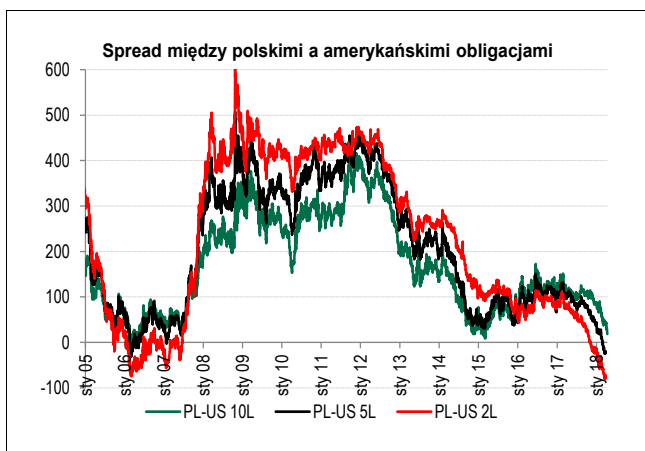
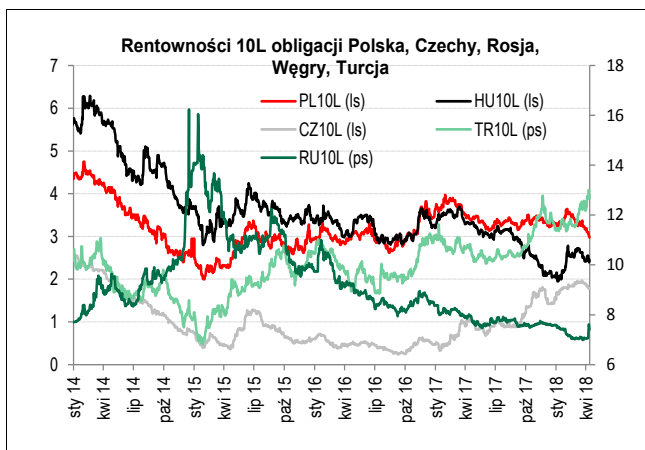
Naszym zdaniem wciąż szybki wzrost gospodarczy, dobra sytuacja rynku pracy i firm zagwarantują dobre tempo wzrostu dochodów budżetowych także w kolejnych miesiącach. Jeśli te pozytywne trendy się utrzymają, to rok może zamknąć się z mniejszym deficytem niż planowano (41,5 mld zł).

Polski rząd robi krok w tył w sprawie sądownictwa

Ostatnio PiS zaproponował poprawki do ustaw dotyczących sądownictwa, odpowiadające na część uwag Komisji Europejskiej, m. in.: ogłoszenie trzech nieopublikowanych wyroków TK z 2016 r., wprowadzenie dwustopniowej procedury konsultacji przy odwołaniu prezesów i wiceprezesów sądów w ustawach o ustroju sądów powszechnych i Sądu Najwyższego.

Jeśli KE pozytywnie oceni te ruchy i uzna je za wystarczające dla zniesienia procedury ochrony praworządności, to obniży się ryzyko dotyczące unijnych środków dla Polski, co powinno być pozytywne dla polskich aktywów. Warto zauważyć, że przewodniczący KE wypowiedział się pozytywnie o proponowanych zmianach oraz o początku „prawdziwego dialogu”. Ponadto, według anonimowego urzędnika UE cytowanego przez Reuters, Unia może zakończyć konflikt z Polską na tle praworządności „wkrótce”, w odpowiedzi na ustępstwa rządu nawet jeśli nie zmienią one sensu reform.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Obligacje na (dez)inflacyjnej fali

Na przestrzeni ostatnich kilku tygodni mieliśmy do czynienia z drastycznymi spadkami rentowności polskich obligacji, szczególnie w długim końcu i środku krzywej. Źródłem tych zmian były głównie zaskakująco niskie odczyty inflacji w Polsce i krajach Europy, seria negatywnych zaskoczeń danymi ze sfery realnej w krajach Unii Europejskiej oraz dobre dane fiskalne z kraju. Ponadto pozytywnie na krajowe obligacje oddziaływały zapowiedzi niskiej podaży długu na kwietniowych aukcjach oraz poprawa klimatu dla długu naszego regionu. Warto zwrócić uwagę, że wyceny wzrosły w sytuacji stabilizacji dochodowości długu na rynkach bazowych. Silne spadki dochodowości doprowadziły do ulokowania rentowności naszego długu (5L i 10L) na poziomach ostatni raz widzianych we wrześniu 2016, czyli przed debatami telewizyjnymi Trump –Clinton (w trakcie których Donald Trump skrytykował politykę ultra-niskich stóp Janet Yellen). Jednocześnie miało miejsce drastyczne zwężenie się marż asset swap 10L (do 26 pb - ostatnio widziane w lipcu 2015 r.) oraz 5L (do -3 pb ostatnio widziane na przełomie 2013 i 2014).

Spread ponad obligacje USA wrócił do poziomów z 2007 r.

Największym zaskoczeniem jest jednak drastyczny spadek spreadów ponad obligacje amerykańskie i niemieckie. Przy czym w wypadku tych pierwszych zeszyły one poniżej poziomów widzianych ostatni raz w latach 2006-2007, w okresie gdy wzrost gospodarczy wynosił 6-7%, zaś relacja długu do PKB spadała z 47,2% (2006) do 44,2% (2007). Obecnie dług zmniejsza się z 54,2% (IV kw. 2016 r.) do 50,6% (IV kw. 2017 r.). Warto podkreślić, że po raz pierwszy w historii widzimy ujemny spread pomiędzy polskimi a amerykańskimi obligacjami skarbowymi w segmencie 7Y.

Długi koniec powróci ponad 3,0%

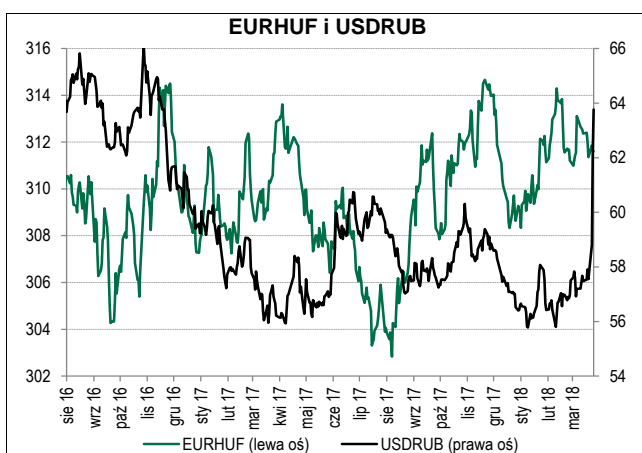
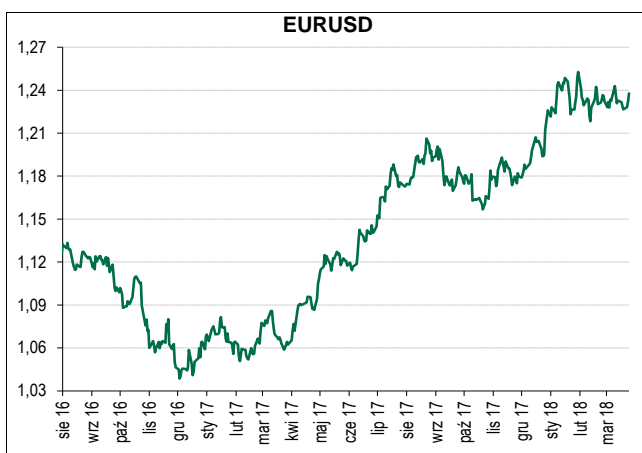
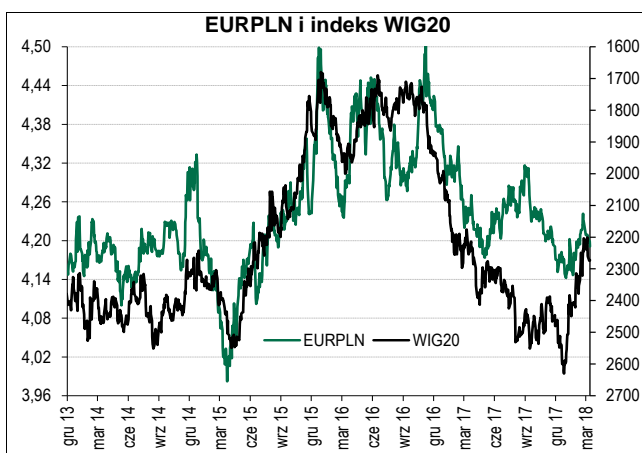
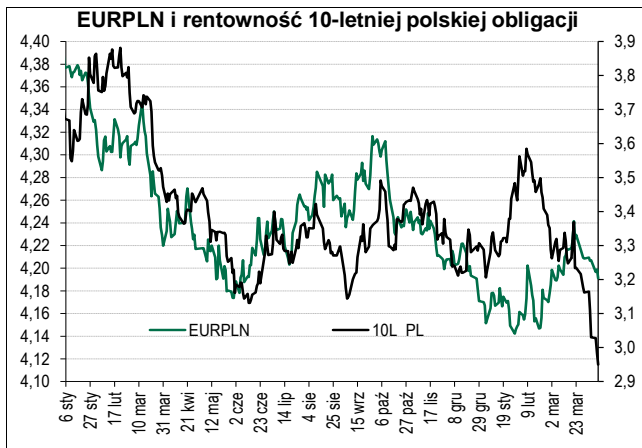
W perspektywie 4-5 tygodni spodziewamy się odreagowania na rynku długu i wzrostu dochodowości w segmencie 5-10L (w nie większej niż 10-punktowej skali). Zachowanie takie będzie wynikiem realizacji zysków po rajdzie jaki obserwujemy w ostatnich tygodniach. Kolejnym czynnikiem, który powinien sprzyjać przecenieniu długu jest spodziewany przez nas powolny wzrost inflacji do czerwca-lipca. Sądzymy, że dobrym pretekstem dla wyprzedzący może być informacja o ratingu Polski (S&P ma zapisaną w kalendarzu rewizję ratingu na piątek 13 kwietnia). Naszym zdaniem S&P zdecyduje się na utrzymanie ratingu i perspektywy przy jednoczesnym zasygnalizowaniu większego prawdopodobieństwa poprawy perspektywy/ratingu w kolejnej iteracji. Na krótkim końcu krzywej spodziewamy się ruchu w dół w końcu miesiąca, w reakcji na wykup 11,5 mld PLN serii PS0418 zapowiedziany na 25 kwietnia, i jego korekty w początku maja.

W perspektywie połowy roku spodziewamy się stopniowego wzrostu dochodowości, tak by dochodowości 10L na koniec czerwca znalazły się w okolicach 3,10%. Pozytywny wpływ na dług w dalszym ciągu będzie miała dobra sytuacja fiskalna, nadpłynność na rynku finansowym oraz brak negatywnych impulsów ze strony europejskiego rynku długu. Tu także spodziewamy się krótkookresowej stabilizacji rentowności, po części za sprawą nieco gorszych niż w poprzednim kwartale danych z Eurostrefy, po części za sprawą utrzymujących się napięć geopolitycznych. Dodatkowo utrzymaniu rentowności na niskim poziomie pomagać powinna komunikacja ze strony RPP. Inwestorzy odebrali wypowiedzi na kwietniowej konferencji jako sugestię przedłużenia okresu utrzymywania stóp na obecnym poziomie oraz zwiększenie prawdopodobieństwa, że kolejnym ruchem będzie obniżka stóp.

Planowane aukcje

W tym miesiącu czeka nas jedna aukcja (27 kwietnia), na której Ministerstwo zapowiedziało podaż na poziomie 4-8 mld PLN. Na aukcji zaofiarowane zostaną papiery serii OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428 i WZ0528. Spodziewamy się największego zainteresowania papierami w krótkim końcu krzywej (OK0720 2L zero-kupon).

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Czynniki wewnętrzne i zewnętrzne osłabiają złotego

W pierwszej połowie marca, EURPLN kontynuował ruch w górę pod wpływem pod wpływem obaw o globalny wzrost gospodarczy oraz gołębiej retoryki RPP, której towarzyszyły zaskakująco niskie odczyty inflacyjne. W rezultacie, kurs zbliżył się do 4,25 osiągając najwyższy poziom od listopada. USDPLN wzrósł w mniejszej skali (do prawie 3,46) bowiem dolar był pod lekką presją w związku z planami USA wprowadzenia ceł.

Wykresy pokazują, że złoty porusza się w takt zmian na rynku akcji i obligacji. Widać jednak, że o ile rentowność krajowej 10-latki spadła poniżej lokalnego minimum, to EURPLN pozostaje powyżej dołka z początku tego roku. Umocnienie długu wspierane jest przez dane inflacyjne, ale także przez słabsze perspektywy globalnego wzrostu, które z kolei mogą ograniczać potencjał do umocnienia złotego. Z ostatnich danych ze świata wynika, że tempo wzrostu straciło nieco na sile, a „wojny handlowe” raczej nie poprawią nastroju na rynku.

Minął pierwszy kwartał i możemy zobaczyć jak główne waluty z rynków wschodzących radziły sobie w ostatnich trzech miesiącach. Według Bloomberg, nieco mniej niż połowa z nich zyskała do euro i tylko kilka straciło do dolara. W naszym raporcie rocznym pisaliśmy, że w 2018 złotemu może być trudno zyskać po tym jak umocnił się bardzo wyraźnie w 2017 i stał się drogi w relacji do innych walut z rynków wschodzących. Patrząc na najmocniejsze waluty w I kw. 2018, wszystkie oprócz jednej z Top10 straciły do euro w 2017, co sprawia, że nasza sugestia odnośnie możliwości przepływu kapitału z walut które w 2017 radziły sobie bardzo dobrze do tych które były w zeszłym roku pod presją może być trafna. W 2017, złoty zyskał ok. 5% do euro, a I kw. 2018 zakończył stratą 0,66%.

Ogólnie, sądzimy, że obawy o globalny wzrost gospodarczy oraz gołębie sygnały z Polski mogą w nadchodzących tygodniach trzymać EURPLN blisko lokalnego szczytu.

13 kwietnia agencja S&P zaplanowała przegląd polskiego ratingu. Od ostatniej oceny, krajowa kondycja fiskalna i gospodarcza znacznie się poprawiła. Nie spodziewamy się zmiany ratingu ani perspektywy, choć prawdopodobieństwo tego drugiego ostatnio wzrosło. Gdyby do tego doszło, miałyby to zapewne przejściowo pozytywny wpływ na złotego.

EURUSD dalej czeka na impuls

W ostatnich tygodniach, EURUSD utrzymał się w przedziale 1,22-1,25. Dolar stracił w wyniku gołębiej podwyżki stóp Fed w marcu i napięcia między USA i ich partnerami handlowymi, ale euro nie zdołało wznowić trendu na umocnienie z powodu słabszych danych z Europy.

Liczba netto długich pozycji na kursie EURUSD jest blisko swoich rekordowych poziomów sugerując, że potencjał do aprecjacji euro jest w krótkim terminie ograniczony.

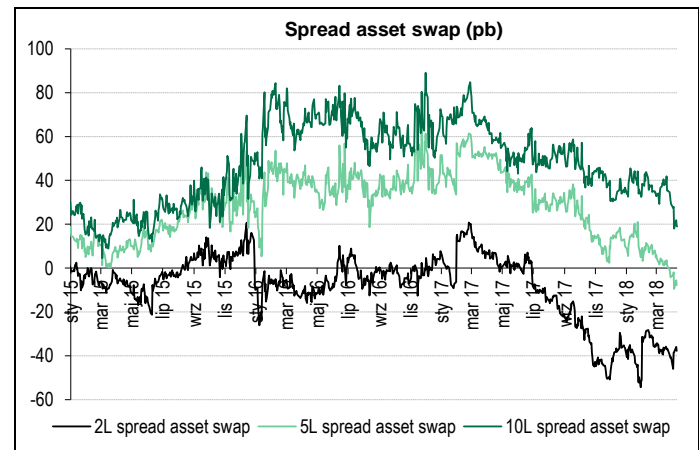
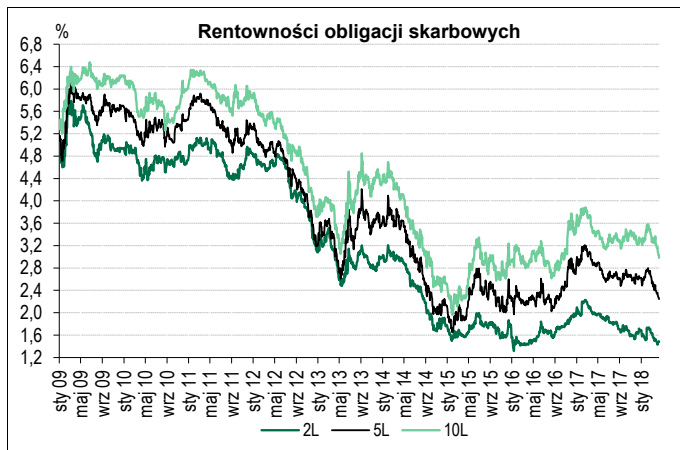
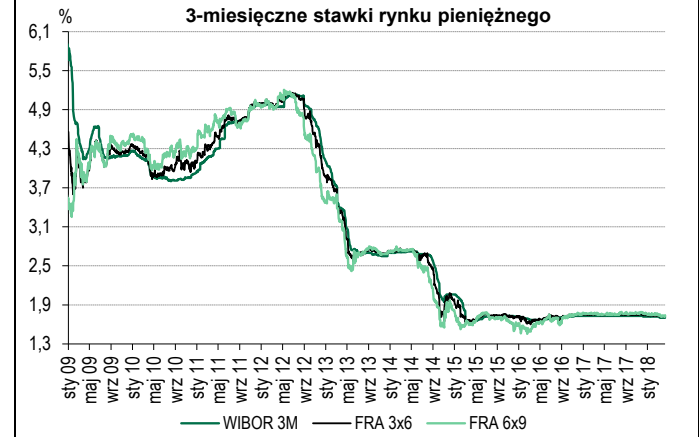
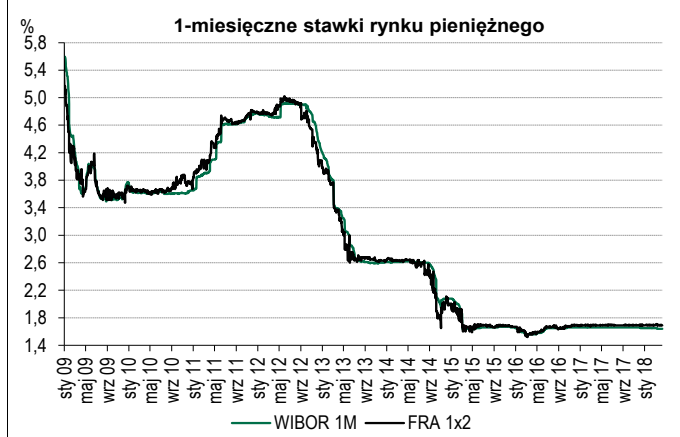
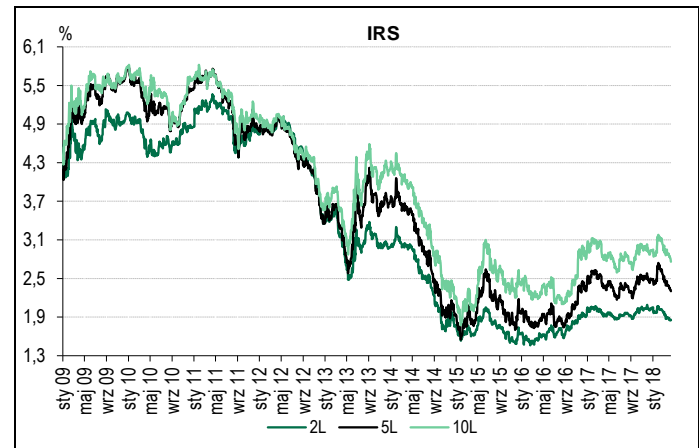
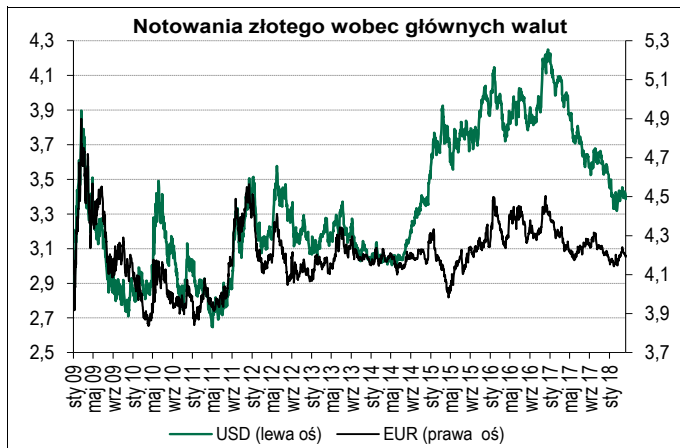
Warto naszym zdaniem zauważyć, że kurs pozostaje stabilny od początku roku. Patrząc na poziomy otwarcia/zamknięcia, EURUSD utrzymuje się w przedziale wahań wyznaczonym w drugim tygodniu lutego. Okresy stabilizacji przeplatają się z czasem podwyższonych wahań i sądzimy, że niebawem rozpocząć się może trwalszy ruch. W krótkim terminie, zakładamy, że EURUSD pozostanie stabilny, a w dalszej części roku wznowiony zostanie trend wzrostowy.

Rubel pod presją amerykańskich sankcji

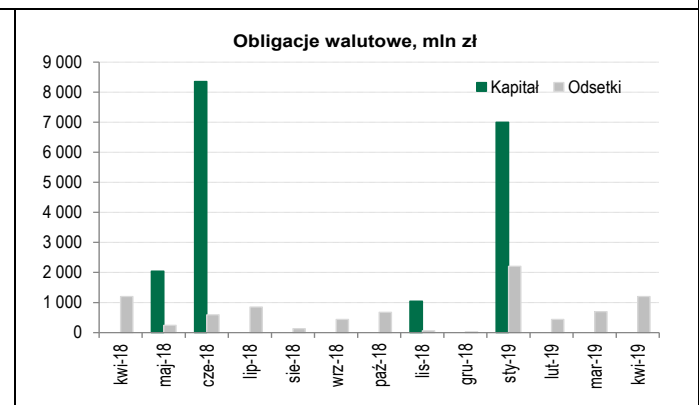
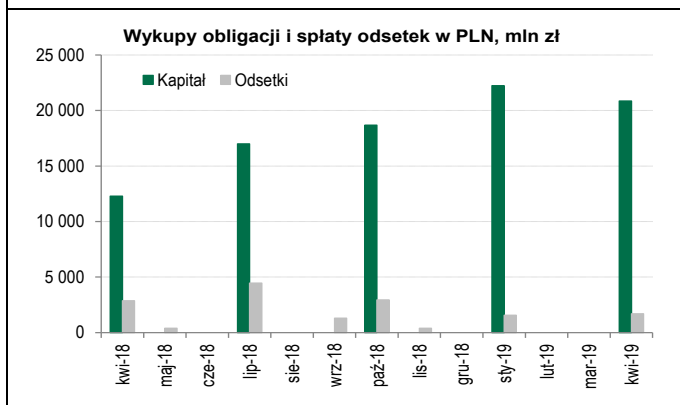
W przypadku innych walut CEE, największe zmiany odnotowano w przypadku USDRUB, który wzrósł powyżej 63 (osiągając najwyższy poziom od grudnia 2016) z ok. 57,5 w reakcji na nowe sankcje jakie na Rosję nałożyły USA. Wygląda na to, że kwestie geopolityczne mogą być głównym czynnikiem wpływającym na ruble w najbliższym czasie.

Wg ostatnich wyników wyborów na Węgrzech, rządząca koalicja wygrała trzeci raz z rzędu, zdobywając 133 miejsca (ze 199) w parlamencie. Na razie nie było istotnej i trwałej reakcji fornta.

Monitor rynku



Spłaty kapitału i płatności odsetkowe



Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
16 kwietnia PL: Inflacja bazowa (III) US: Sprzedaż detaliczna (III)	17 DE: Indeks ZEW (IV) US: Rozpoczęcie budowy domów (III) US: Pozwolenia na budowę (III) US: Produkcja przemysłowa (III)	18 PL: Płace i zatrudnienie (III) US: Beżowa księga Fed	19 PL: Produkcja przemysłowa (III) PL: PPI (III) US: Indeks Philly Fed (IV)	20
23 PL: Sprzedaż detaliczna (III) DE: Wstępny PMI – usługi (IV) DE: Wstępny PMI – przemysł (IV) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IV) EZ: Wstępny PMI – usługi (IV) US: Sprzedaż domów (III)	24 PL: Podaż pieniądza (III) DE: Indeks Ifo (IV) HU: Decyzja banku centralnego US: Sprzedaż nowych domów (III) US: Indeks nastrojów konsumentów (IV)	25	26 EZ: Decyzja EBC US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (III)	27 PL: Minutes RPP US: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Indeks Michigan (IV)
30 PL: Wstępny CPI (IV) CN: PMI – przemysł (IV) US: Dochody konsumentów (III) US: Wydatki konsumentów (III) US: Niezakończona sprzedaż domów (III)	1 maja US: ISM – przemysł (IV)	2 PL: PMI – przemysł (IV) EZ: PMI – przemysł (IV) DE: PMI – przemysł (IV) US: Decyzja FOMC US: Raport ADP (IV)	3 EZ: Wstępny CPI (IV) CZ: Decyzja banku centralnego US: ISM – usługi (IV) US: Zamówienia przemysłowe (III)	4 DE: PMI – usługi (IV) EZ: PMI – usługi (IV) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Stopa bezrobocia (IV)
7 DE: Zamówienia przemysłowe (III) CZ: Produkcja przemysłowa (III)	8 DE: Eksport (III) DE: Produkcja przemysłowa (III)	9 HU: CPI (IV)	10 CZ: CPI (IV) US: CPI (IV)	11 US: Wstępny Michigan (V)
14 PL: Bilans płatniczy (III)	15 PL: CPI (IV) PL: Wstępny PKB (I kw.) DE: Indeks ZEW (V) EZ: Produkcja przemysłowa (III)	16 PL: Decyzja RPP PL: Inflacja bazowa (IV) EZ: CPI (IV) US: Rozpoczęcie budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę (IV) US: Produkcja przemysłowa (IV)	17 US: Indeks Philly Fed (V)	18 PL: Płace i zatrudnienie (IV)

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18
PMI	pkt.	53,5	54,1	52,7	53,1	52,3	52,5	53,7	53,4	54,2	55,0	54,6	53,7	53,7	53,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	11,0	-0,5	9,2	4,4	6,2	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,7	7,4	4,5	10,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	17,1	4,4	8,3	11,6	19,8	23,6	15,3	20,2	19,9	12,8	34,7	31,4	16,1	20,9
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	8,9	8,0
Stopa bezrobocia	%	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	7,0	8,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,6
Eksport (w euro)	% r/r	19,7	3,3	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	10,5	9,1	6,0	12,2
Import (w euro)	% r/r	19,7	5,0	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	15,4	10,0	5,7	16,1
Bilans handlowy	mIn EUR	344	472	-70	-202	-136	288	479	284	208	-1 175	-204	-310	415	-69
Rachunek bieżący	mIn EUR	-280	284	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2 005	-544	57	-98
Rachunek bieżący	% PKB	0,2	0,1	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-2,3	-0,9	-0,2	5,9	2,4	4,9	3,8	2,7	-2,4	-25,4	8,6	4,5	0,5	6,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	3,8	1,5	0,3	-9,9	-4,0	-8,2	-6,4	-4,5	4,1	42,7	-20,6	-10,8	-1,1	-15,6
Inflacja (CPI)	% r/r	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,6	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,2	0,1	0,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,7	5,5
Zobowiązania	% r/r	7,3	6,1	5,7	4,5	4,6	5,0	5,0	5,3	4,2	4,1	4,5	4,6	5,1	4,9
Należności	% r/r	5,3	4,5	4,8	4,5	4,5	5,0	5,1	4,7	3,7	3,6	4,0	4,2	4,2	3,6
EUR/PLN	PLN	4,29	4,24	4,20	4,21	4,24	4,26	4,27	4,26	4,23	4,20	4,16	4,16	4,21	4,21
USD/PLN	PLN	4,02	3,96	3,80	3,75	3,68	3,61	3,59	3,63	3,60	3,55	3,41	3,37	3,41	3,42
CHF/PLN	PLN	4,01	3,95	3,85	3,87	3,83	3,74	3,73	3,69	3,63	3,60	3,55	3,61	3,60	3,59
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	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	2,08	1,98	1,95	1,94	1,89	1,80	1,73	1,71	1,60	1,66	1,63	1,66	1,62	1,47
Rentowność obligacji 5L	%	3,02	2,87	2,79	2,61	2,65	2,65	2,61	2,69	2,62	2,63	2,68	2,72	2,62	2,25
Rentowność obligacji 10L	%	3,66	3,42	3,35	3,19	3,30	3,33	3,27	3,39	3,40	3,27	3,25	3,40	3,37	3,02

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	1 982,3	2 097,8	456,0	476,2	487,4	562,7	484,7	504,0	515,4	593,7
PKB	% r/r	3,8	2,9	4,6	4,3	4,1	4,0	4,9	5,1	4,9	4,4	4,2	3,8
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,2	4,9	4,8	3,9	5,5	3,9	6,1	5,1	4,8	4,7	4,6
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,9	4,8	5,0	4,7	4,9	4,8	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-7,9	5,2	6,7	-0,5	0,9	3,3	11,3	10,1	7,9	6,4	4,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	2,9	6,5	6,6	7,3	4,2	6,3	8,4	6,7	7,5	7,3	4,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	-14,5	13,7	16,6	5,6	8,3	19,3	17,1	25,7	22,1	15,8	9,5
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	1,5	3,9	8,2	7,5	9,6	7,6	7,9	8,0	8,3	8,0	8,5	5,4
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	7,6	4,1	5,0	4,9	7,1	6,8	7,2	7,3	8,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,7	2,8	3,2	3,0	3,6	3,4	2,8	2,7	2,4	2,3
Eksport (w euro)	% r/r	8,5	3,1	12,0	9,6	13,8	9,6	13,3	11,5	8,4	10,2	10,7	9,1
Import (w euro)	% r/r	5,0	2,7	13,4	11,5	15,5	13,5	10,7	14,1	10,1	12,1	13,2	10,5
Bilans handlowy	mIn EUR	2 213	2 935	821	-2 806	655	204	634	-672	-99	-726	-502	-1 479
Rachunek bieżący	mIn EUR	-2 405	-1 254	1 497	267	2 047	-816	243	23	1 518	-1 171	-642	563
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	0,3	0,1	0,2	-0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,1
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,6	-2,3	-1,5	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,0	1,8	1,9	2,2	1,5	1,8	1,9	1,7
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-0,5	0,8	2,1	1,7	2,0	1,5	2,2	2,1	1,5	1,8	1,9	1,7
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,3	-0,2	0,7	1,1	0,3	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	1,3	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,2	-0,2	2,9	1,2	4,4	2,8	2,8	1,7	0,0	1,4	1,8	1,4
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9,1	9,6	4,6	7,3	7,8	5,0	5,4	4,6	5,3	6,0	6,6	7,3
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,1	4,1	7,1	7,3	4,5	5,0	4,1	4,9	5,6	6,4	7,1
Należności ^b	% r/r	6,9	4,7	3,6	7,8	5,3	4,5	5,1	3,6	4,7	5,7	6,8	7,8
EUR/PLN	PLN	4,18	4,36	4,26	4,21	4,32	4,22	4,26	4,23	4,18	4,22	4,24	4,22
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,78	3,42	4,06	3,83	3,63	3,59	3,40	3,44	3,45	3,38
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,84	3,58	4,04	3,89	3,77	3,64	3,59	3,60	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	1,70	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,70	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	1,70	1,63	1,88	1,53	2,10	1,96	1,81	1,66	1,64	1,47	1,50	1,50
Rentowność obligacji 5L	%	2,21	2,35	2,77	2,39	3,03	2,76	2,64	2,65	2,67	2,26	2,29	2,33
Rentowność obligacji 10L	%	2,69	3,04	3,42	3,22	3,72	3,32	3,30	3,35	3,34	3,05	3,18	3,32

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.04.2018 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	- Dyrektor	22 534 18 87
Marcin Luzziński	- Ekonomista	22 534 18 85
Grzegorz Ogonek	- Ekonomista	22 534 19 23
Konrad Soszyński	- Ekonomista	22 534 18 86
Marcin Sulewski	- Ekonomista	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