

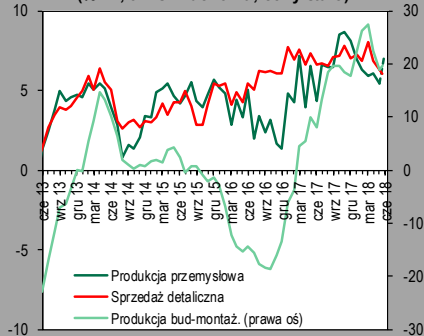
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

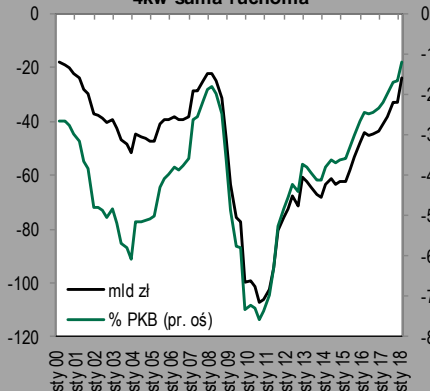
Lipiec-Sierpień 2018

Trade Wars: Celne widmo

Wzrost produkcji i sprzedaży detalicznej
(% r/r, 3m śr. ruchoma, ceny stałe)



Saldo sektora finansów publicznych,
4kw suma ruchoma



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka monetarna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	5
Pod lupą: rynek mieszkaniowy	6
Rynek stopy procentowej	7
Rynek walutowy	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

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 Luziński - 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

■ Nałożenie przez USA taryf celnych na import z Chin o wartości 34 mld \$ oraz groźba rozszerzenia restrykcji na towary warte dodatkowe 200 mld \$ otwiera nowe rozdziały w wojnach handlowych. Widmo zakłóceń w handlu międzynarodowym zawisło nad horyzontem, ale naszym zdaniem za wcześnie jeszcze by mówić, że ciemna strona położyła się cieniem na perspektywach światowej gospodarki. Szczególnie, że Chiny sygnalizują gotowość do rozmów nt. nowego ładu w handlu światowym, co daje wciąż nadzieje na deeskalację konfliktu. De facto, **krótkoterminowe perspektywy nadal wydają się optymistyczne**. Najnowsze dane z Niemiec wreszcie zaczęły zaskakiwać na plus po serii rozczarowań na początku roku, a dane z Polski wciąż potwierdzają solidny wzrost aktywności ekonomicznej.

■ Wydaje się coraz bardziej prawdopodobne, że tempo wzrostu PKB w drugim kwartale 2018, który właśnie się zakończył, ponownie było bliskie 5% r/r, przy mocnym wkładzie konsumpcji prywatnej i inwestycji oraz mniej negatywnym wpływie eksportu netto. Nadal sądzimy, że szczyt cyklu koniunkturalnego jest już za nami, chociaż trzeba przyznać, że ze spowolnieniem polskiej gospodarki jest jak z punktem na horyzoncie – nie zbliża się, chociaż wydaje się, że idziemy w jego kierunku.

■ Analogiczna historia dotyczy presji inflacyjnej. Wzrost CPI nieco przyspieszył w maju i w czerwcu, ale cały impuls pochodził z wyższych cen żywności i paliw. Tymczasem, inflacja bazowa nie wykazuje żadnych oznak ożywienia, a wręcz zmniejszyła się ostatnio do 0,5% r/r. Jak pisaliśmy przed miesiącem, solidne wyniki finansowe polskich firm mogą częściowo być odpowiedzialne za opóźnienie przełożenia rosnących kosztów na ceny. Wciąż jednak wierzymy, że **wzrostowy trend w presji inflacyjnej w końcu się zmaterializuje w horyzoncie kilku kwartałów**, ponieważ napięcia na rynku pracy będą się nasilać. Wzrostowi krajowych cen będzie dodatkowo sprzyjać zmiana otoczenia międzynarodowego (wyższa inflacja w Europie), rosnące ceny surowców i słabszy złoty.

■ Nowe projekcje ekonomiczne banku centralnego są zbliżone do naszych prognoz. Projekcja inflacji na 2018 i 2020 r. została lekko obniżona w porównaniu z marcową wersją, ale nadal zakłada wzrost CPI powyżej oficjalnego celu 2,5% w latach 2019-2020. Prognozę PKB podniesiono na 2018 r. i obniżono w dwóch kolejnych latach. Zaktualizowana projekcja nie daje RPP nowych argumentów do zmiany dotychczasowego stanowiska, tym samym bank centralny wciąż jest przekonany, że nie ma żadnych powodów dla dokonywania zmian w polityce pieniężnej w przewidywalnej przyszłości. **Podtrzymujemy nasze stanowisko, że stopy pozostaną na niezmienionym poziomie co najmniej do listopada 2019 roku**. Prezes NBP Adam Glapiński powiedział wręcz, że zmiany polityki pieniężnej mogą nie być potrzebne aż do końca 2020 roku, aspirując tym samym do miana ostatniego Jedi w regionie utrzymującego stopy procentowe bez zmian.

■ Polska waluta osłabiła się dość wyraźnie na początku wakacji, w związku z obawami inwestorów o globalne spowolnienie (pochodna kolejnych epizodów wojen handlowych), aprecjacji dolara i napięć politycznych we Włoszech i Niemczech. **Widzimy przestrzeń do umiarkowanego odreagowania złotego** za sprawą solidnych danych, ale również dzięki stabilizacji nastrojów rynkowych na świecie i oczekiwanemu umocnieniu euro do dolara.

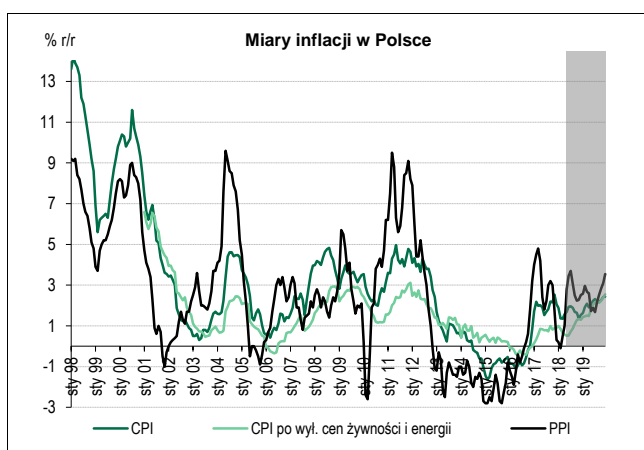
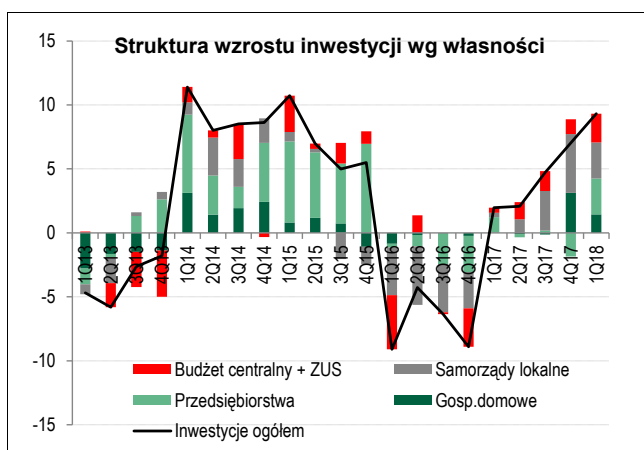
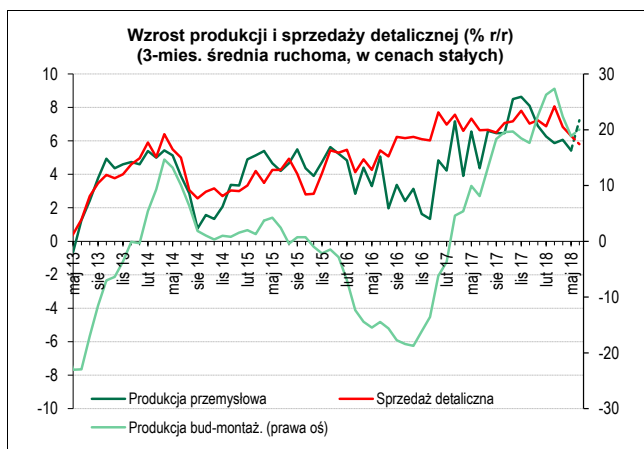
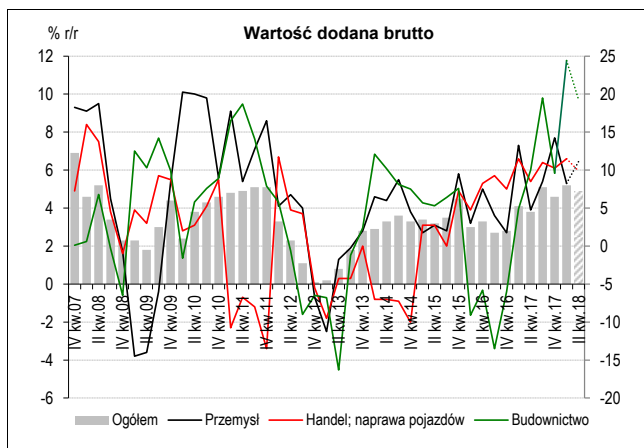
■ Obligacje krajowe pozostają dość odporne na zmiany nastrojów rynkowych. Naszym zdaniem znaczące wykupy obligacji i relatywnie niska podaź w lipcu powinny pomóc **rentownościom zejść jeszcze niżej w najbliższych tygodniach**. Pod koniec lata możliwe jest naszym zdaniem osłabienie rynku długu, m.in. ze względu na wyższą podaź papierów na aukcjach ze strony Ministerstwa Finansów oraz ewentualny wzrost obaw inwestorów o dodatkową stymulację fiskalną w Europie w wyniku ryzyka spowolnienia gospodarczego.

Na rynku finansowym 12 lipca 2018 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,70	EURPLN	4,3262
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,61	USDPLN	3,7055
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,17	CHFPLN	3,7159

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.07.2018 r.

Gospodarka Polski

**Wzrost PKB znów na 5%?**

■ Nie pierwszy raz podnosimy prognozy PKB na 2018 r. Wyniki w przemyśle i budownictwie w II kw. sugerują na tyle duży wkład do PKB po stronie wartości dodanej, że wzrost gospodarczy prawdopodobnie pozostał blisko 5% w tym okresie. Pierwszy szacunek PKB za II kw. poznamy 14 sierpnia.

■ 3-mies. średnie ruchome wzrostu produkcji i sprzedaży spadały w kwietniu i maju, ale w czerwcu przewidujemy odbicie. Nastroje w biznesie pozostają bardzo wysoko a – jak pisaliśmy w poprzednim MAKROskopie – duży wkład zapasów do PKB (widoczny w I kw.) częściej oznaczał, że nadchodzą mocny kwartał niż zapowiadał kłopoty. Co więcej, rewizja danych o bilansie płatniczym za I kw. sugeruje, że część wzrostu zapasów może zostać zakwalifikowana jako eksport przy rewizji danych o PKB. Saldo na rachunku obrotów bieżących zostało zrewidowane w górę o ok. 260 mln €, głównie przez wyższy eksport i saldo dochodów pierwotnych.

■ Oznacza to, że spowolnienie, które miało się zacząć z początkiem br., nie przyszło ani w I kw. (kiedy to PKB zaskoczył pozytywnie, wracając do szczytowego wzrostu 5,2% r/r, zamiast osunąć się z 5,1% do 4,8%) ani zapewne w II kw.

■ Odbicie w niemieckiej produkcji i nowych zamówieniach w maju dają nadzieje na to, że strefa euro wychodzi na prostą po chwilowym spadku formy na początku 2018, czyli pozostaje w fazie ekspansji zamiast przejść już w fazę spowolnienia. To kolejny powód, żeby utrzymać prognozę dla PKB Polski blisko 5% w II kw. – dlatego zrewidowaliśmy w górę nasz szacunek do 4,9% r/r.

Inwestycje prywatne wciąż niezynchronizowane z PKB

■ Kolejna rzecz, która każe na siebie czekać dłużej niż zakładaliśmy to odbicie inwestycji prywatnych. Łączne inwestycje już przyspieszyły, dzięki środkom unijnym i staraniom lokalnych władz o reelekcję tej jesieni. W przypadku inwestycji prywatnych ujemna luka między ich tempem wzrostu a wzrostem PKB utrzymywała się przez osiem kwartałów, tak jak w latach 2009-2010 po globalnym kryzysie. W I kw. luka zmniejszyła się wyraźnie (ale nie domknęła) – w ujęciu nominalnym inwestycje sektora prywatnego wzrosły o 5% r/r a PKB o 6,3%.

Konsumpcja prywatna pozostaje mocna

■ Wysoki optymizm konsumentów, w tym wyjątkowo wysoki indeks apetytu na duże wydatki, oraz stan rynku pracy, sugerują, że konsumpcja prywatna powinna rosnąć realnie o ok. 5% r/r. Dane o sprzedaży detalicznej wskazują na spowolnienie w zakupach dóbr trwałych wiosną, ale naszym zdaniem to tylko przejściowe zaburzenie wywołane wprowadzeniem zakazu handlu w niedziele.

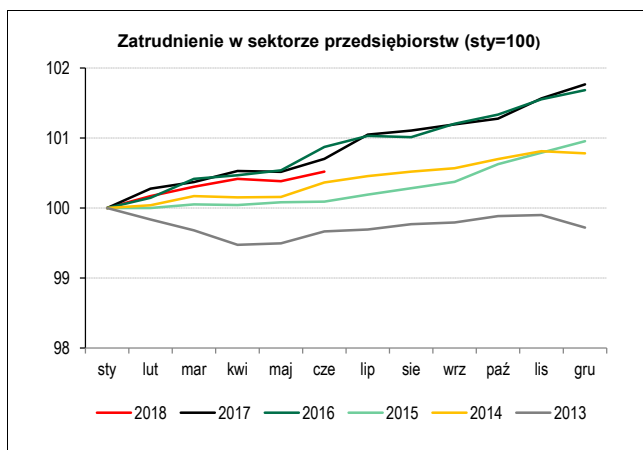
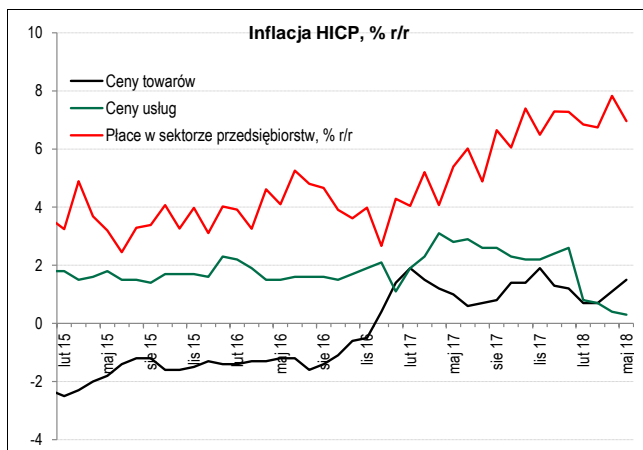
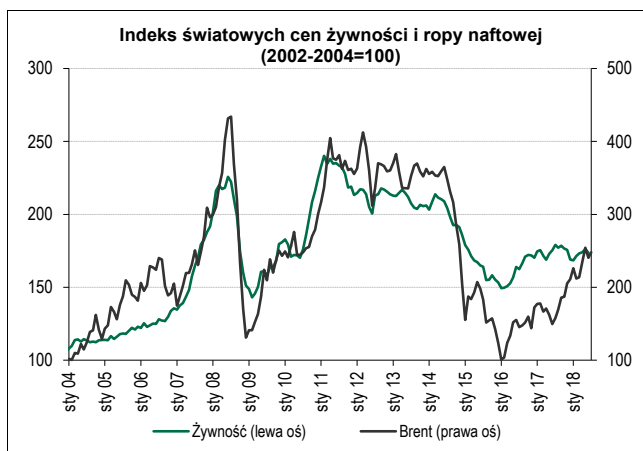
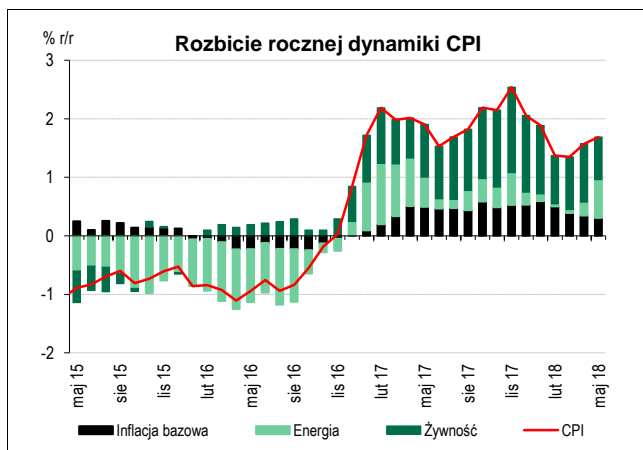
PMI również nie poddał się retoryce o spowolnieniu

■ PMI dla przemysłu nieoczekiwanie wzrósł w czerwcu do 54,2 pkt z 53,3 pkt w maju, dzięki lepszym odczytom subindeksów produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia, dobrze wróżąc realnym danym o aktywności gospodarczej. Średni poziom PMI w II kw. był o zaledwie 0,4 pkt niższy niż w IV kw. 2017. W przypadku niemieckiego odpowiednika spadek w tym czasie wyniósł 5,1 pkt.

■ Czerwcowy raport PMI głosi, że koszty produkcji rosły najmocniej od 2011 r., wskazując na presję na wzrost cen. PPI wzrósł w maju do prawie 2,5% r/r i może przebić 3% w kolejnych miesiącach, głównie za sprawą cen surowców (ropa, metale). Wzrost PPI po wyłączeniu górnictwa, produkcji metali i rafinerii też pokazuje odbicie, ale wciąż słabsze niż to z 2017. Trudno, żeby CPI przez długi czas bronił się przed presją w górę ze strony PPI – obie miary są silnie skorelowane – ale reakcja może zająć trochę czasu. Przyspieszenie inflacji z 1,7% r/r do 2,5% w trakcie 2017 dokonało się przy PPI rosnącym średnio 3,3% między styczniem a październikiem (zanim cofnął się do 0% w grudniu, cofnął się wtedy również CPI). Nasze badanie związku między kosztami pracy a inflacją sugerowało, że może wystąpić opóźnienie zanim presja kosztowa zamieni się w wyższy CPI.

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

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, FAO, Reuters, BZ WBK

Niemrawe odbicie inflacji

W przypadku wyczekiwania na odbicie CPI nie tylko horyzont się nie przybliżył, ale wręcz oddalił – o ile skupimy się na inflacji bazowej. Już na początku roku zakładaliśmy uruchomienie trendu wzrostowego w inflacji bazowej. Jednak ta dalej spadała, pomimo sytuacji na rynku pracy (która, jak się wydawało, powinna wyrzucić presję na ceny w pracochłonnych usługach).

Wg wstępnego szacunku inflacja CPI wzrosła w czerwcu do 1,9% r/r z 1,7%, mniej niż oczekiwano (konsensus rynkowy 2,0%, nasza prognoza 2,1%). Niespodzianka w dół to skutek słabszego niż oczekiwaliśmy wzrostu cen paliw, które poszły w górę o 1,1% m/m – dane ze stacji benzynowych sugerowały wzrost o ponad 2% m/m – oraz cen żywności. Tendencje w kategoriach bazowych pozostały przytłumione, a inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła wg naszego szacunku 0,5% r/r, bez zmian w stosunku do maja. Uważamy, że w czerwcu inflacja CPI była bliska tegorocznego szczytu, choć w lipcu może jeszcze nieznacznie wzrosnąć. Ostatnio ceny ropy poszły w górę, a złoty osłabił się (do 4,41 wobec euro na początku lipca, najwyższej od stycznia 2017), co może podbić ceny produktów importowanych. Globalny indeks cen żywności FAO również wzrósł w I poł. 2018, a do tego zwykle odpowiadał wzrostami na duże wahnięcia cen ropy w górę.

Lokalne czynniki również mogą podbić ceny żywności. Przeanalizowaliśmy czy długi okres suszy może przytrzymać CPI powyżej 2% r/r do końca roku. Mimo ostatnich opadów Instytut Uprawy Nawożenia i Gleboznawstwa nie odwołał jeszcze stanu suszy rolniczej (o największym zasięgu odnotowanym odkąd IUNG-PIB publikuje swoje raporty). Ceny owoców i warzyw mogą zareagować wzrostami w kolejnych miesiącach, ale jak dotąd nie było zaskoczeń w górę inflacją cen żywności. Inflacja CPI powinna jednak kierować się po wakacjach w dół, w okolice 1,5%, o ile straty w wyniku suszy okażą się niewielkie i wciąż nie będzie wyraźnego przełożenia z wyższych płac na wyższy CPI.

Podkreślamy jednak, że ryzyka dla naszych prognoz inflacji koncentrują się po wyższej stronie. Trzymamy się założenia, że presja płacowa przyspieszy wzrosty cen usług, które jak na razie w tym roku spowalniały (głównie przez duże spadki w usługach finansowych) pomimo szybszych wzrostów płac. Z drugiej strony, inflacja cen towarów wykazała tendencję wzrostową.

Sygnały z rynku pracy wciąż niejednoznaczne

Wygląda na to, że pozytywne trendy na rynku pracy nieco straciły impet. Ostatni miesięczny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia były mniejsze niż w analogicznych okresach poprzednich lat. Bezrobocie rejestrowane spadło w maju o 0,2pp wobec 0,3-0,5pp spadku w poprzednich latach, od globalnego kryzysu. Od marca miesięczne spadki liczby bezrobotnych są mniejsze niż średnie z lat 2010-2017 dla odpowiednich miesięcy. Zatrudnienie oddala się od wysokich ścieżek z 2016 i 2017 r.

Indeks Eurostatu dla oczekiwanego zatrudnienia w polskim przemyśle spada od kwietnia. Jest najniższy w tym roku, ale to wciąż poziom przewyższający szczyt z 2007, przed kryzysem. W miesięcznych statystykach ofert pracy najwyraźniej osiągnęliśmy już szczyt - już kilka razy w tym roku pojawiła się ujemna dynamika r/r. Z drugiej strony, raport towarzyszący czerwcowemu PMI dla przetwórstwa sugerował, że zatrudnienie wzrosło najszybciej od kwietnia 2017 r. i był to jeden z najmocniejszych wzrostów od początku badania w czerwcu 1998 r., przy nowych zamówieniach rosnących najszybciej od 4 miesięcy.

Nic nie wskazuje na to, żeby podaż pracy stała się już teraz sztywnym ograniczeniem, ale w sektorze, gdzie problem wydaje się być najbardziej palący (budownictwo), wzrost płac jest zdecydowanie mocny (w maju ponad 10% r/r po raz pierwszy od 2008 r.)

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty lipcowego komunikatu RPP

Mimo korzystnej globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż **niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach oraz spadek cen części surowców rolnych**. Jednocześnie w kierunku wzrostu wskaźników inflacji oddziałują **wyraźnie wyższe niż przed rokiem ceny ropy naftowej**.

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płać **dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana**. Nieco wyższy niż w poprzednich miesiącach roczny wskaźnik CPI jest efektem wzrostu cen paliw. Jednocześnie **inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska**.

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

Najważniejszy fragment czerwowego opisu dyskusji RPP

Większość członków Rady wyraziła opinię, że (...) stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym dalszego ożywienia inwestycji. (...) 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 dane i prognozy wskazywałyby na dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń i silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Pojawiła się także opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej (...) i nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

Nowe prognozy bez wpływu na RPP

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie w lipcu. RPP nadal stoi na stanowisku, że obecny poziom stóp procentowych „sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu” i nowe prognozy nie dają powodu do rozważania zmian w polityce pieniężnej w najbliższej przyszłości.

▪ Nowa projekcja NBP pokazała nieco niższą ścieżkę inflacji w 2018 i 2020 w porównaniu do marcowej edycji. Mimo to, NBP oczekuje wzrostu CPI powyżej celu na 2,5% w 2019-2020 (centralny punkt prognozy na 2020 to 2,8% przy wcześniejszej prognozie 3,0%). Z kolei ścieżka dla PKB poszła w górę dla 2018 r. i nieco w dół dla lat 2019-2020.

▪ Prezes NBP Adam Glapiński powiedział podczas konferencji prasowej, że jego zdaniem wyniki projekcji NBP podnoszą prawdopodobieństwo stabilnego przebiegu stóp procentowych przez jeszcze długi czas. Według przewodniczącego RPP, zaprezentowany scenariusz gospodarczy uzasadnia utrzymywanie polityki pieniężnej bez zmian nawet do końca 2020 r. (Glapiński przedstawił już podobny pogląd w maju). Podkreślił jednak, że to jego osobiste przekonanie, a inni członkowie RPP mogą mieć na ten temat inne zdanie. Potwierdził to zresztą niemal od razu komentarz Łukasza Hardta – członek RPP powiedział, że nie jest aż tak mocno przekonany o braku powodów do zmian w polityce monetarnej stóp w przyszłym roku i że następny ruch stóp procentowych na pewno będzie w górę, a nie w dół. Jednak nawet Hardt, uznawany za jednego z najbardziej jastrzębich członków Rady, przyznał, że w tej chwili inflacja (i inflacja bazowa) pozostaje tak nisko, że bank centralny nie ma powodu się śpieszyć z decyzjami.

▪ W komunikacie po posiedzeniu Rada nawet nie zająknęła się o zmianach w projekcji. Można powiedzieć, że już wcześniejsze edycje prognoz mogły być zachętą do zastanowienia się nad zacieśnieniem polityki pieniężnej w przyszłości, ale biorąc pod uwagę, że relacja między bezrobociem a inflacją zdaje się mieć w nosie teorie ekonomiczne (na co zwrócił uwagę Łukasz Hardt), nie ma się co dziwić, że bankom centralnym wcale nieśpieszno do walki z inflacją dopóki nie pokaże ona, że jest w stanie utrzymać się blisko lub powyżej celu. A NBP nie będzie się wrywać przed szereg z zacieśnianiem polityki pieniężnej.

▪ Podczas konferencji sporo uwagi poświęcono sygnałom z innych banków centralnych. W czerwcu dowiedzieliśmy się, że EBC planuje pierwszą podwyżkę stóp latem 2019 r. (przy czym nie wiadomo, na który miesiąc). Będzie to dla RPP istotna cezura, a polscy bankierzy centralni przecież twierdzą, że widzą „konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki” (za czerwowymi minutami). Nie wydaje nam się, by RPP od razu poszła w ślad EBC, ale stopniowy wzrost inflacji do celu powinien umacniać jastrzębi poglądy polskich bankierów centralnych.

▪ Nie zmieniamy swoich zapatrywań na perspektywy stóp procentowych w Polsce: uważamy, że zostaną one stabilne co najmniej do listopada 2019 r. Pierwsza podwyżka jest możliwa pod koniec 2019 r., jeśli wzrost utrzyma się na solidnym poziomie, inflacja przekroczy cel i nie będzie oznak, że trend wzrostowy szybko wygaśnie, a EBC zacznie zacieśniać politykę pieniężną.

NBP, projekcja inflacji CPI, 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa

	Mar 17	Lip 17	Lis 17	Mar 18	Lip 18
2018	0.9÷2.9	1.1÷2.9	1.6÷2.9	1.6÷2.5	1.5÷2.1
2019	1.2÷3.5	1.3÷3.6	1.7÷3.7	1.7÷3.6	1.9÷3.5
2020	-	-	-	1.9÷4.1	1.7÷3.9

NBP, projekcja PKB, 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa

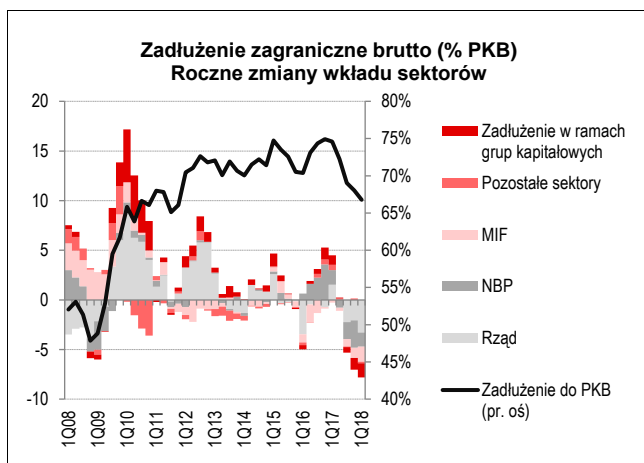
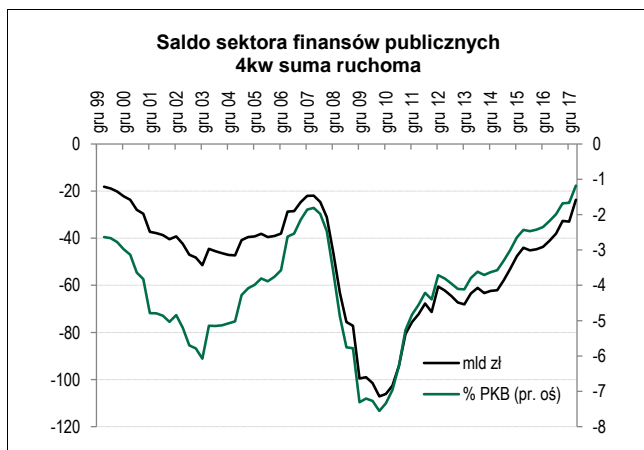
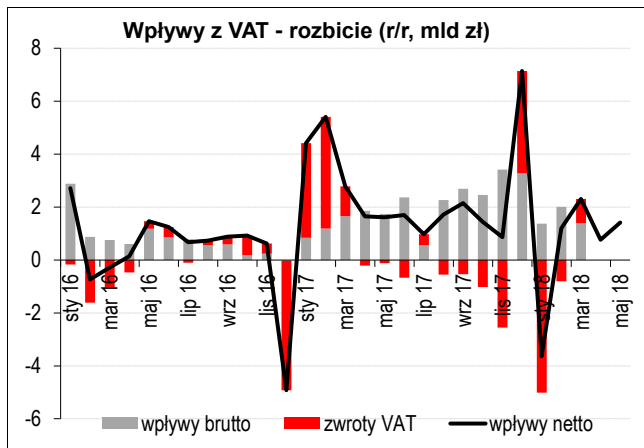
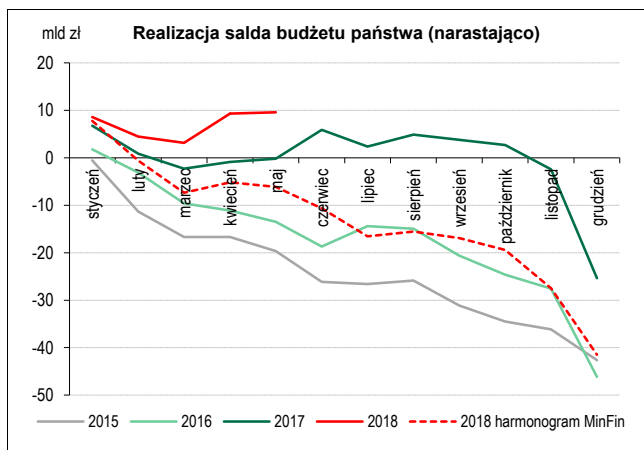
	Mar 17	Lip 17	Lis 17	Mar 18	Lip 18
2018	2,4÷4,5	2,5÷4,5	2,8÷4,5	3,5÷5,0	4,0÷5,2
2019	2,3÷4,4	2,3÷4,3	2,3÷4,3	2,8÷4,8	2,8÷4,7
2020	-	-	-	2,6÷4,6	2,4÷4,3

Termin pierwszej podwyżki stóp przez RPP implikowany z kontraktów FRA



Źródła: NBP, PAP, Reuters, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



Sytuacja fiskalna świetna, więc można podnieść podatki

Budżet centralny pokazał po maju nadwyżkę 9,6 mld zł, wobec 9,3 mld zł po kwietniu. W maju wzrosło dodatnie odchylenie dochodów od planu Ministerstwa Finansów, do 5,2%. Choć w samym maju zrealizowano nieco większe wydatki niż zakładał harmonogram, to łącznie od początku roku wykonanie wydatków stanowi tylko 94,7% poziomu założonego przez ministerstwo dla tego okresu. Dotacja dla FUS po maju wciąż była wyraźnie niższa niż w analogicznym okresie 2017 r. (-33%). Dochody były większe niż rok wcześniej o 7,5% a wydatki na podobnym poziomie (+0,6% r/r). Dochody z podatków PIT i CIT były o ponad 16% większe r/r.

Ekstrapolacja trendów na resztę roku sugeruje, że deficyt w 2018 będzie wyraźnie niższy od limitu 41,5 mld zł zapisanego w ustawie i mógłby spaść nawet poniżej 20 mld zł. Jednakże, zakładamy, że pod koniec roku dojdzie do przesunięć w limitach wydatków, żeby wykorzystać wolną przestrzeń fiskalną, podobnie jak stało się to w 2017 r., więc nasza prognoza na koniec roku to ok. 25 mld zł.

Dynamika wpływów z VAT w ujęciu skumulowanym prawdopodobnie przyspieszyła z 1,1% r/r do ok. 3%. W samym maju wpływy z tego podatku wzrosły aż o 12% r/r. Słabość wyniku skumulowanego to głównie skutek wyższych zwrotów VAT w styczniu 2018 r., które wyniosły wówczas 8,9 mld zł wobec 3,9 mld zł w styczniu 2017 r. Przypominamy, że w styczniu 2017 r. Ministerstwo Finansów obniżyło kwotę zwrotów, przenosząc ich część na grudzień 2016 r. Wpływy VAT brutto rosły natomiast w zdrowym tempie, skumulowany wynik za marzec to 8,1% r/r.

Dane Eurostatu o wyniku sektora publicznego pokazały nadwyżkę 13 mld zł w I kw. 2018 r, co jest najlepszym wynikiem dla tego okresu od kiedy dostępne są porównywalne dane (1999 r.), wobec 3,7 mld zł w I kw. 2017 r. Suma wyników za cztery kwartały złożyła się na deficyt 1,2% PKB – również najniższy w historii. Naszym zdaniem, na koniec roku deficyt będzie bliski wyniku za poprzedni rok (1,7% PKB) lub nawet niższy.

Pomimo dobrych wyników fiskalnych, rząd nie planuje cofnięcia tymczasowej podwyżki stawki VAT do 23% z 22%. Przeciwnie – zamierza wprowadzać nowe podatki, np. opłatę paliwową czy daninę solidarnością (tj. de facto dodatkowy próg PIT).

Zadłużenie zagraniczne w dół

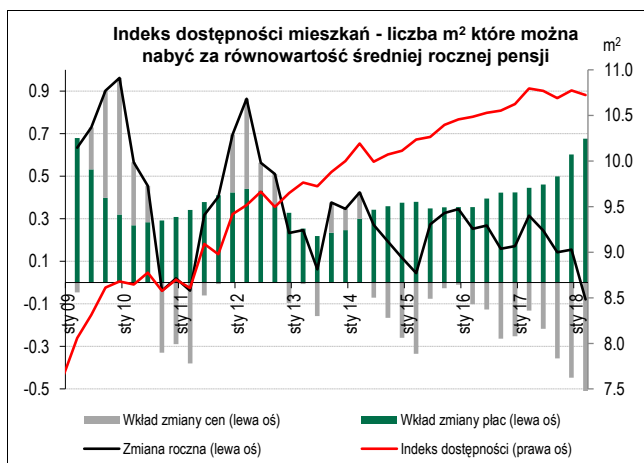
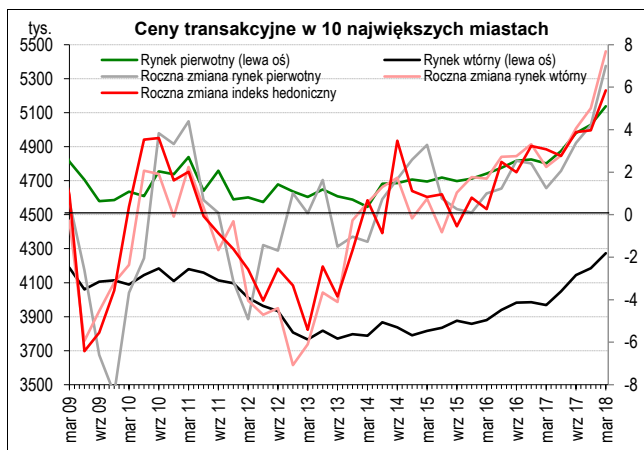
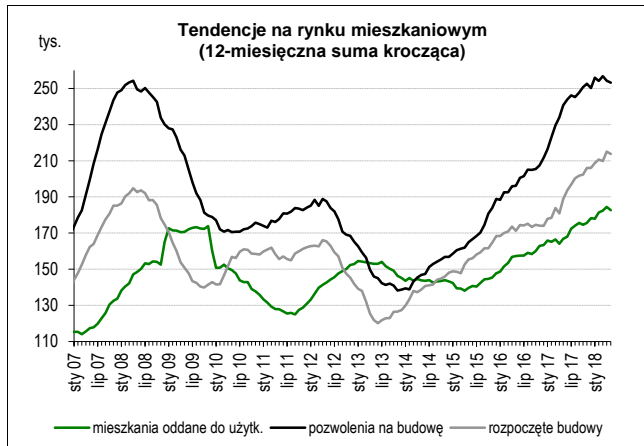
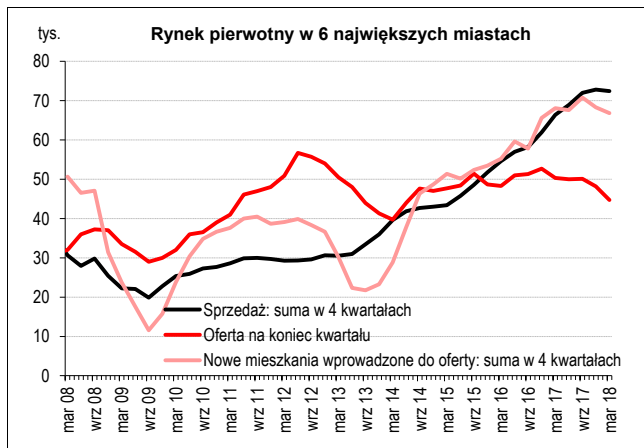
Zadłużenie zagraniczne brutto Polski obniżyło się w I kw. br. do 66,8% PKB i było najniższe od 2011 r. W skali roku zadłużenie do PKB spadło o 7,8 punktu proc. i było to pochodną szybkiego wzrostu PKB (6,3% r/r w ujęciu nominalnym) i niskiego deficytu obrotów bieżących. Największy wkład w spadek zadłużenia miał sektor rządowy (-3,3 pp), chociaż zadłużenie pozostałych segmentów, w tym NBP, banków oraz w ramach grup kapitałowych też obniżyło się w ujęciu do PKB. Dług zagraniczny netto obniżył się do 29,2% PKB z 31,1% PKB w I kw. 2017 r. Relatywnie wysoki dług zagraniczny do PKB jest jedną z przeszkód dla podwyżki ratingu kredytowego. Według Fitch, w 2017 r. zadłużenie zagraniczne netto Polski było o 18 punktów procentowych wyższe niż mediana w grupie A. Pozycja inwestycyjna netto też uległa poprawie, do -59,2% PKB z -64,0% PKB w I kw. 2017 r.

Kolejna procedura unijna przeciw polskiemu rządowi

Procedura praworządności wobec Polski trwa nadal (kolejne wysłuchanie w Radzie UE możliwe we wrześniu), ale wydaje się być ślepą uliczką z uwagi na potencjalne weto Węgier. Wygląda na to, że KE zmieniła strategię i skupiła się na procedurze naruszenia prawa UE, w której ostateczny głos ma sąd (TSUE) a nie politycy, i która daje możliwość nakładania kar finansowych.

Procedura naruszenia prawa UE została uruchomiona w związku ze zmianami w Sądzie Najwyższym. Komisja stwierdziła, że brak postępów w dialogu dotyczącym praworządności i rychłe wprowadzenie regulacji w sprawie wieku spoczynku Sądzu Najwyższego skłaniają do uruchomienia procedury w trybie pilnym i dała rządowi miesiąc na usunięcie uchybienia.

Pod lupą: rynek nieruchomości



Źródła: GUS, REAS, NBP, BIS, BZ WBK

Popyt na mieszkania wciąż jest mocny...

▪ Według danych REAS, łączna sprzedaż mieszkań za cztery ostatnie kwartały w 6 największych miastach wyniosła 72,4 tys. w I kw. 2018 r. wobec 72,8 tys. w IV kw. 2017 i były to dwa najlepsze wyniki w historii badania, czyli od 2007 r. Z drugiej strony, w II kw. 2018 r. deweloperzy zarejestrowali spadek przedsprzedaży o 5% r/r. W styczniu 2018 r. wyczerpane zostały środki z programu MdM i to mogło mieć wpływ na popyt w kolejnych miesiącach. Jednocześnie jednak zaobserwowano przesuwanie się popytu w kierunku większych mieszkań (programem MdM były objęte tylko te mniejsze i tańsze). Według NBP, głównym czynnikiem stojącym za wyższym popytem na mieszkania był motyw inwestycyjny. Ogólnie popyt jest wspierany przez dobrą sytuację rynku pracy, niskie stopy procentowe, wysoki zwrot z wynajmu i napływ pracowników z Ukrainy.

... Podczas gdy podaż może się stabilizować

▪ Podaż nowych mieszkań utrzymuje się na historycznie wysokich poziomach, choć ostatnie miesiące zdają się sugerować spowolnienie. Dane REAS na temat rynku pierwotnego w 6 największych miastach wskazują, że w I kw. 2018 r. wprowadzono do sprzedaży 14,9 tys. nowych mieszkań w porównaniu do 16,4 tys. w I kw. 2017 r. Sytuacja nie jest jednak jednorodna: liczba nowych mieszkań obniżyła się w skali r/r w Warszawie i Krakowie, ale w innych miastach była stabilna lub nawet wzrosła. Dane GUS pokazały z kolei, że 12-miesięczna suma mieszkań oddanych do użytkowania od kilku miesięcy stabilizuje się w okolicy 180 tys., nie jest to jednak dość, by stwierdzić, że zmienia się trend na rynku. Liczba pozwoleń na budowę stabilizuje się z kolei już od około pół roku. Spodziewamy się stagnacji wzrostu liczby oddanych mieszkań w kolejnych miesiącach. Sektor budowlany będzie pod presją braku rąk do pracy i braku miejsca pod budowę w największych miastach.

▪ Sektor deweloperski będzie się mierzył ze zmianami prawnymi, a obecnie toczą się prace nad dwoma istotnymi ustawami: jedna ma za zadanie uwolnić więcej ziemi pod budowę (pozytywne dla podaży) a druga ma ograniczyć używanie otwartych rachunków powierniczych (negatywne dla płynności).

Wyraźne przyspieszenie wzrostu cen

▪ Ceny mieszkań przyspieszyły. Według danych NBP, w I kw. 2018 r. ceny transakcyjne na rynku pierwotnym 10 największych miast urosły o 7,0% r/r, a na rynku wtórnym o 7,7% r/r. Indeks hedonistyczny (czyli ceny skorygowane o jakość mieszkań) poszedł w górę o 5,8% r/r. Wzrost cen w tych trzech kategoriach był najmocniejszy od II kw. 2008 r. Statystyki BIS pokazują to samo: ceny na rynku wtórnym w dużych i średnich miastach wzrosły o 6,6% r/r, najszybciej od I kw. 2008 r. Dynamika cen mieszkań przekroczyła wzrost płac, więc dostępność finansowa spadła w ujęciu r/r po raz pierwszy od 2011 r. Ceny rosną ze względu na silny popyt oraz wzrost cen materiałów, pracy i ziemi.

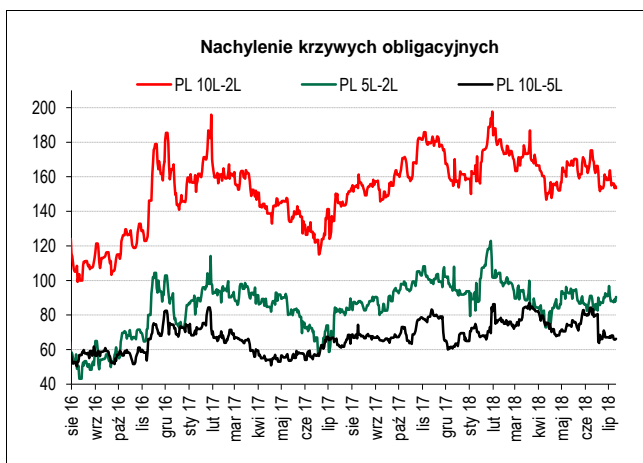
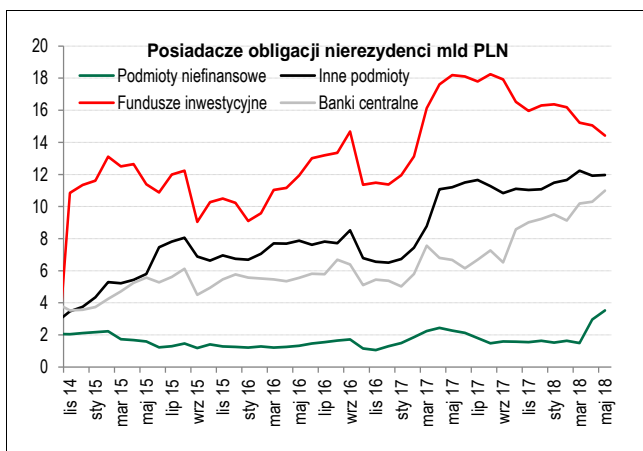
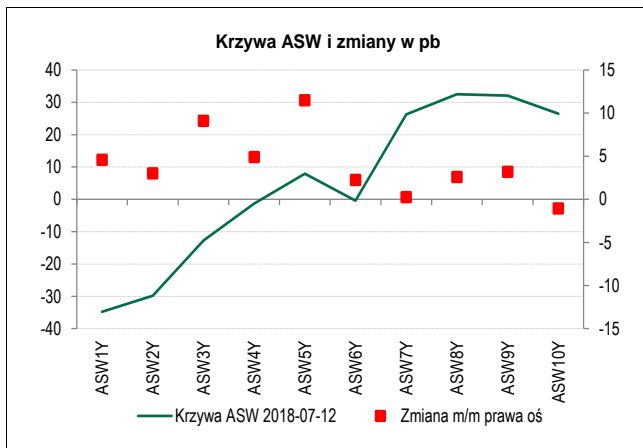
Kredyty mieszkaniowe w górę

▪ Popyt na kredyt mieszkaniowe utrzymuje się na wysokim poziomie: w I kw. 2018 r. sprzedaż kredytów w złotych wyniosła 11,9 mld zł, o 8,9% więcej niż rok wcześniej. W kwietniu i maju sprzedaż była o 6,0% wyższa niż rok wcześniej. Marże kredytowe są stabilne na poziomie ok. 260-270 punktów bazowych a banki nie zmieniają swojej polityki kredytowej w sposób istotny.

Ceny mieszkań jeszcze w górę, ale nierównowagi nie widzimy

▪ Spodziewamy się utrzymania popytu na mieszkania na wysokim poziomie pod wpływem dobrej sytuacji rynku pracy i słabszej podaży, której szkodzić będzie wyczerpanie mocy produkcyjnych w budownictwie. To przełoży się na dalsze przyspieszenie cen, czemu sprzyjać będzie też wzrost kosztu robót budowlanych. W dłuższym terminie, wysoki popyt inwestycyjny zapewne przyczyni się do spadku cen wynajmu i spadku opłacalności inwestycji w mieszkanie. Jednocześnie, wysokie ceny mogą aktywować sprzedaż na rynku wtórnym, zwłaszcza mieszkań z hipotekami we frankach szwajcarskich.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Dług pod wpływem geopolityki

▪ Czerwiec podobnie jak maj upłynął pod znakiem podwyższonej zmienności spowodowanej przez napięcia geopolityczne związane nowym ułożeniem relacji handlowych między USA, Chinami, a UE. Dodatkowo obligacjom naszego regionu szkodziły informacje o napięciach w niemieckim rządzie i zmiany na włoskiej scenie politycznej. W efekcie krajowy dług wahał się w zakresie ± 10 pb w segmencie 2L i ± 13 pb w segmencie 5-10L, co na przestrzeni miesiąca przełożyło się na obniżenie rentowności o 10 pb w segmencie 10L i wzrost o 6-7 pb w segmencie 2-5L. Stawki ASW wzrosły w tym czasie o 4 pb w krótkim końcu krzywej, o 10pb w środku i spadły o 2-4 pb w segmencie do 6-10L. Wzrost stawek ASW w krótkim końcu krzywej był wynikiem przecen krótkich papierów skarbowych, przy jednocześnie względnie stabilny zachowaniu stawek IRS.

Spadek podaży pchnie rentowności w dół

▪ W perspektywie najbliższego miesiąca spodziewamy się spadku rentowności w reakcji na zapowiedziany na koniec miesiąca wykup obligacji serii PS0718 (9,5 mld + 5,3 mld odsetek) oraz relatywnie niską podaż w lipcu (MF zapowiedziało aukcję o wartości 4-8 mld PLN). Sądzymy, że dobra sytuacja płynnościowa budżetu skłoni Ministerstwo do ograniczenia podaży do poziomu dolnego zapowiedzianego zakresu. Jednocześnie wyniki aukcji zamiany sugerują, że popyt ze strony inwestorów utrzyma się na wysokim poziomie. Warto również zauważyć, że spadający udział inwestorów o charakterze spekulacyjnym zza granicy (wzrost udziału banków centralnych i spadek funduszy inwestycyjnych) oraz wysokim oczekiwanym popycie ze strony banków i innych krajowych instytucji finansowych (ubezpieczalni i funduszy inwestycyjnych) powinny sprzyjać stabilizacji wycen.

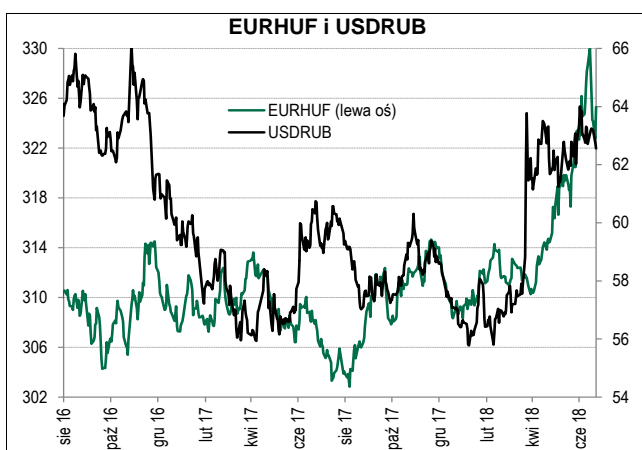
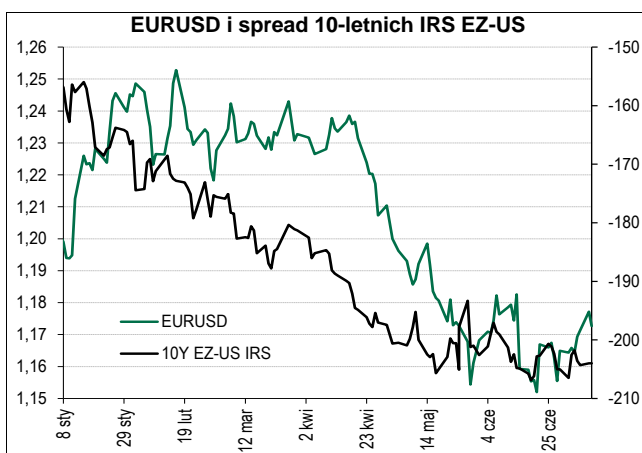
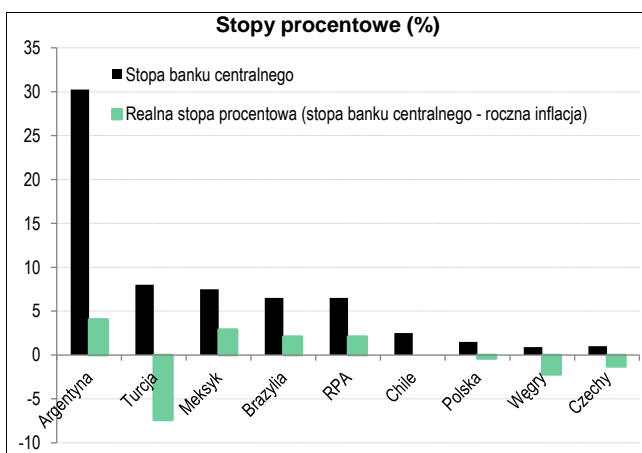
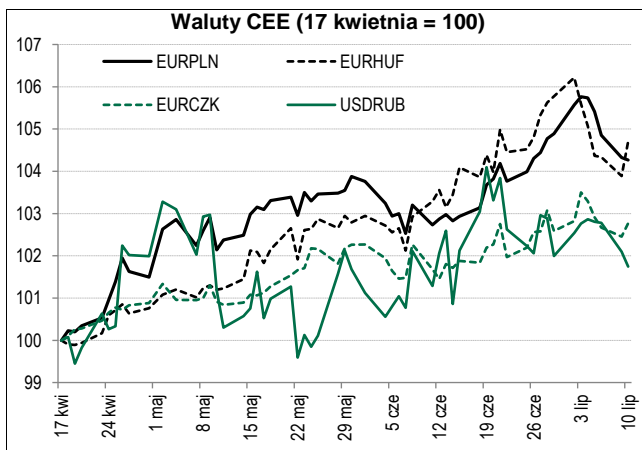
Oczekiwany wzrost ryzyka kredytowego podbije rentowności

▪ W perspektywie końca sierpnia, możliwa jest przecena długu i wzrost rentowności nieco powyżej obecnych poziomów. Motywacją do niej może być odbudowania podaży w ramach sierpniowej aukcji, gdzie Ministerstwo zapowiedziało kolejne przetargi. Łączna podaż na nich w III kw. ma wynieść 10-18 mld PLN, co w sytuacji oczekiwanej przez nas niskiej podaży na aukcji lipcowej, będzie oznaczać przepchnięcie większej części planowanej na III kw. podaży na sierpień-wrzesień. Ponadto na koniec wakacji rentowności mogą być wypychane w górę przez pojawienie się na rynku pytań o możliwość wspierania wzrostu w Europie przez stymulację fiskalną (w obliczu potencjalnie negatywnego wpływu wojen handlowych). Naszym zdaniem taka sytuacji w obliczu niskich stóp, (czytaj braku miejsca na dalsze obniżki) może przełożyć się (w pierwszej reakcji) na szybsze dyskontowanie wzrostu ryzyka kredytowego niż głębszej stymulacji monetarnej.

Regularna aukcja

▪ W lipcu planowana jest jedna regularna aukcja długu (27 lipca). Ministerstwo Finansów zamierza sprzedać na niej papiery serii OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528 w kwocie między 4 a 8 mld zł.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Złoty – dobra pozycja do odrabiania strat

▪ Odrabianie krajowej waluty na przełomie maja i czerwca okazało się być jedynie chwilowe i w kolejnych tygodniach złoty szybko tracił pod wpływem obaw o globalny wzrost gospodarczy (w odpowiedzi na kolejną odsłonę wojny handlowej), umocnienia dolara i napięcia politycznego w Niemczech. W efekcie, EURPLN wzrósł gwałtownie powyżej 4,40 (najwyżej od stycznia 2017), USDPLN do 3,80 (ostatni raz widziany w połowie 2017), CHFPLN powyżej 3,80 (najwyżej od lipca 2017), a GBPPLN pozostał poniżej 5,0 zanotowanych w maju tego roku.

▪ Od połowy kwietnia kiedy rozpoczęła się deprecjacja walut z rynków wschodzących, waluty które radziły sobie najslabiej (argentyńskie peso, południowoafrykański rand, brazylijski real) były dodatkowo pod wpływem negatywnych czynników wewnętrznych (skandali politycznych czy obaw o kondycję lokalnej gospodarki). Złoty był w tym okresie piątą najsłabszą walutą oraz pierwszą, na którą mogły zadziałać całkiem dobre krajowe dane makro i która nie jest pod żadną silną presją ze strony negatywnych czynników lokalnych. Z drugiej strony warto pamiętać, że w zeszłym roku złoty był jedną z najmocniejszych walut z rynków wschodzących i jego słaby wynik w 2018 może być częściowo wytłumaczony tym, że w 2017 stał się on zbyt drogi w relacji do innych walut z rynków wschodzących. W okresie połowa kwietnia/początek lipca, połowa najważniejszych walut z rynków wschodzących osłabiła się do euro i wszystkie straciły do dolara.

▪ Aprecjacja dolara obserwowana od połowy kwietnia napędzana w dużym stopniu nasilającymi się oczekiwaniami na kolejne podwyżki stóp Fed była jednym z kluczowych czynników ciężących złotemu i innym walutom z rynków wschodzących. Patrząc na stopy procentowe państw rozwijających się dobrze widać, że w Polsce są one jedne z najniższych (zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym), co sprawia że złoty jest bardziej podatny na osłabienie w okresach wysokiej awersji do ryzyka. Nie sądzimy jednak, by aprecjacja dolara trwała w kolejnych tygodniach i zakładamy, że odrabianie strat przez złotego rozpoczęte na początku lipca będzie kontynuowane w najbliższym czasie.

▪ Miesiąc temu napisaliśmy, że 10-letni spread między 10-letnimi obligacjami Polski oraz Niemiec na poziomie 300 pb może zachęcić zagraniczny kapitał. Wówczas, dało to jedynie chwilowe wsparcie dla złotego. Obecnie, spread jest ponownie blisko 300 pb i w dalszym ciągu uważamy, że jest to okoliczność sprzyjająca napływowi kapitału z zagranicy, co może prowadzić do umocnienia złotego.

EURUSD może rosnać wolniej

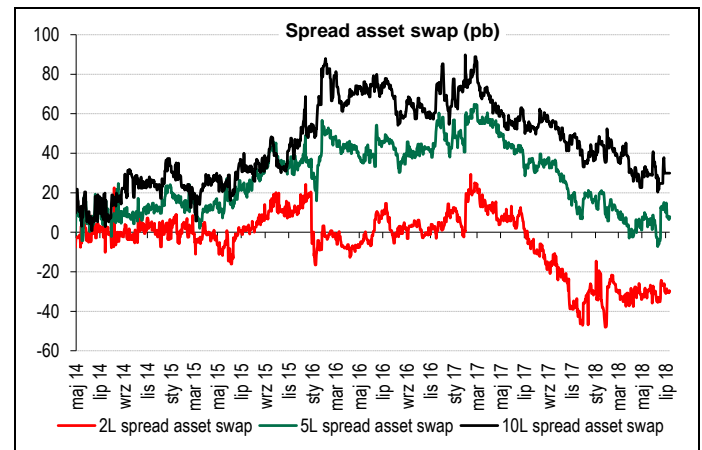
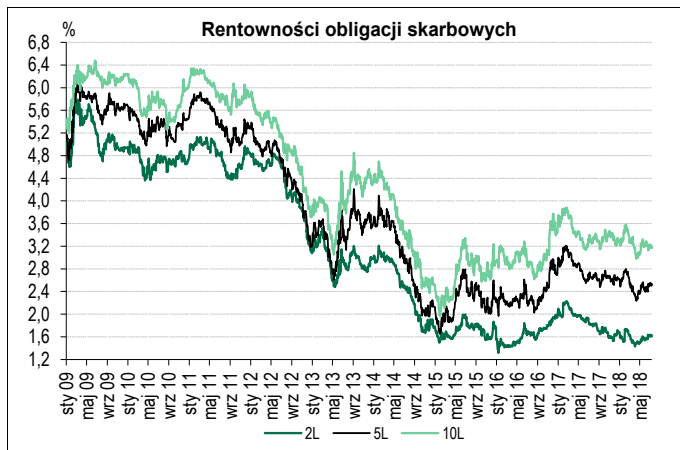
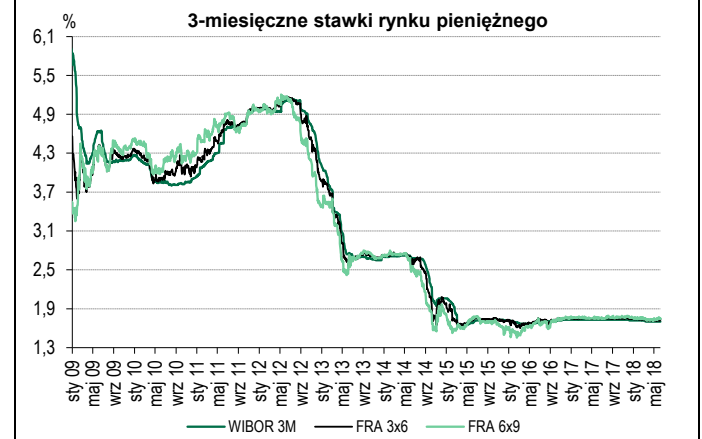
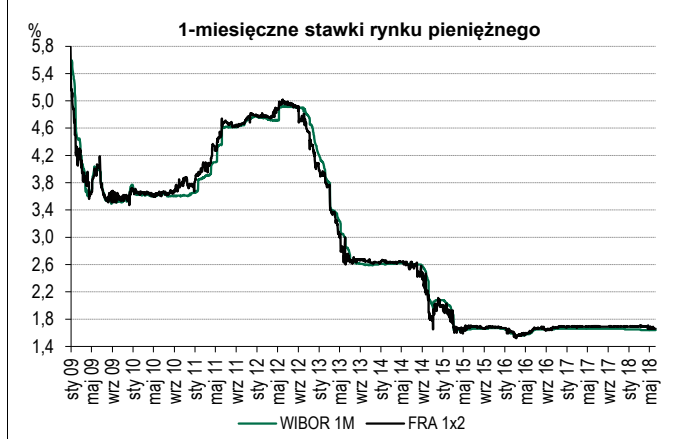
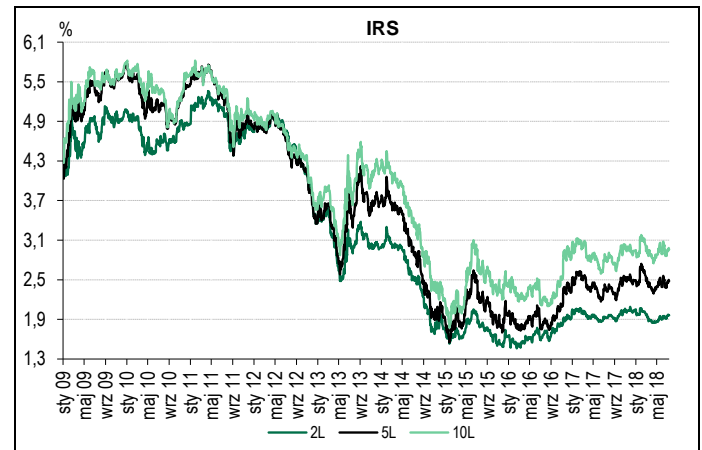
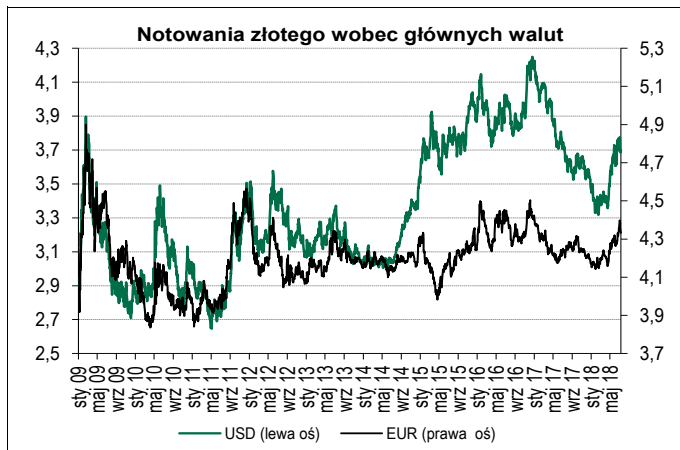
▪ EURUSD pozostał na niskim poziomie powyżej tegorocznego dołka na 1,15 pod wpływem wyższego popytu na bezpieczne aktywa w wyniku obaw o globalną gospodarkę i dzięki dodaniu przez członków FOMC czwartej podwyżki stóp o 25 pb w tym roku.

▪ Euro nie odrabia strat w tempie jakiego się spodziewaliśmy i teraz zakładamy, że w kolejnych miesiącach kurs EURUSD może rosnać wolniej. Argumentacja pozostaje bez zmian – rynek w dużym stopniu wycenił już kolejne podwyżki stóp Fed, a EBC potwierdził, że jest na dobrej drodze do dalszej normalizacji polityki pieniężnej, co powinno wspierać euro w dalszej części roku.

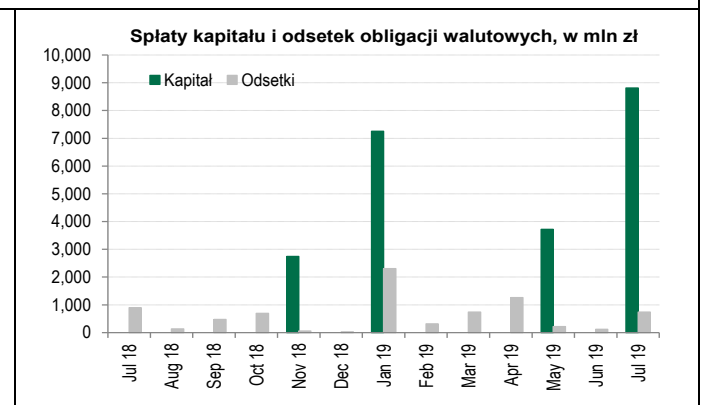
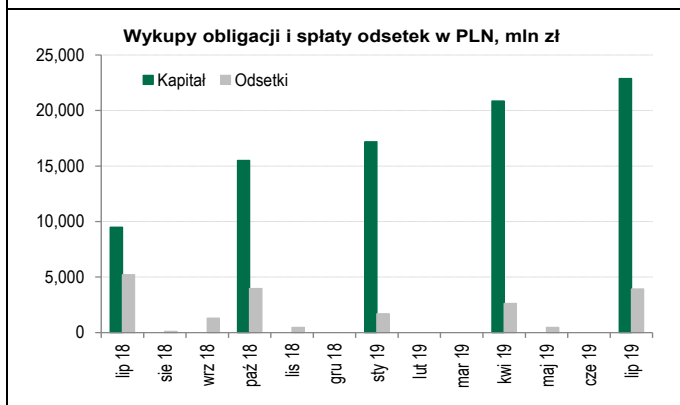
Rubel korzysta z drogiej ropy

▪ W zeszłym miesiącu, rubel radził sobie lepiej niż inne waluty CEE dzięki odbiciu cen ropy. Korona osłabiła się, ale jastrzębia retoryka czeskiego banku centralnego i nieoczekiwana podwyżka stóp o 25 pb z końca czerwca spowolniły ruch w górę EURCZK. Najsłabszą walutą regionu był forint (EURHUF zanotował rekordowe ok. 330). Kluczowe dla węgierskiej waluty była nieprzekonująca próba tamtejszego banku centralnego zakomunikowania rynekowi, że może on skrócić okres luźnej polityki pieniężnej.

Monitor rynku



Spłaty kapitału i płatności odsetkowe



Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
16 lipca PL: Inflacja bazowa (VI) PL: Bilans płatniczy (V) US: Sprzedaż detaliczna (VI)	17 PL: Place i zatrudnienie (VI) US: Produkcja przemysłowa (VI)	18 PL: Produkcja przemysłowa (VI) PL: PPI (VI) EZ: CPI (VI) US: Rozpoczęte budowy domów (V) US: Beżowa Księga Fed	19 US: Indeks Philly Fed (VII)	20 PL: Sprzedaż detaliczna (VI)
23 PL: Podaż pieniądza (VI) US: Sprzedaż domów (VI)	24 PL: Stopa bezrobocia (VI) DE: Wstępny PMI – usługi (VII) DE: Wstępny PMI – przemysł (VII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VII) EZ: Wstępny PMI – usługi (VII) HU: Decyzja banku centralnego	25 DE: Indeks Ifo (VII) US: Sprzedaż nowych domów (VI)	26 EZ: Decyzja EBC US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (VI)	27 US: Indeks Michigan (VII) US: Pierwszy szacunek PKB (II kw.)
30 US: Niezakończona sprzedaż domów (VI)	31 PL: Wstępny CPI (VII) EZ: Wstępny CPI (VII) US: Dochody konsumentów (VI) US: Wydatki konsumentów (VI) US: Indeks nastrojów konsumentów (VII)	1 sierpnia PL: PMI – przemysł (VII) EZ: PMI – przemysł (VII) DE: PMI – przemysł (VII) US: ISM – przemysł (VII) US: Raport ADP (VII) US: Decyzja FOMC	2 CZ: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia przemysłowe (VI)	3 DE: PMI – usługi (VII) EZ: PMI – usługi (VII) US: ISM – usługi (VII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) US: Stopa bezrobocia (VII)
6 DE: Zamówienia przemysłowe (VI) CZ: Produkcja przemysłowa (VI)	7 DE: Eksport (VI) DE: Produkcja przemysłowa (VI) HU: Produkcja przemysłowa (VI)	8 HU: CPI (VII)	9 CZ: CPI (VII)	10 US: CPI (VII)
13 PL: Bilans płatniczy (VI)	14 PL: CPI (VII) PL, CZ, HU, EZ: Wstępny PKB (II kw.) EZ: Produkcja przemysłowa (VI) DE: Indeks ZEW (VIII)	15 US: Sprzedaż detaliczna (VII) US: Produkcja przemysłowa (VII)	16 PL: Inflacja bazowa (VII) US: Rozpoczęte budowy domów (VI) US: Indeks Philly Fed (VIII)	17 PL: Place i zatrudnienie (VII) EZ: CPI (VII) US: Wstępny Michigan (VIII)
20 PL: Produkcja przemysłowa (VII) PL: PPI (VII)	21 HU: Decyzja banku centralnego	22 PL: Sprzedaż detaliczna (VII) US: Sprzedaż domów (VII)	23 PL: Podaż pieniądza (VII) DE: Wstępny PMI – usługi (VIII) DE: Wstępny PMI – przemysł (VIII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VIII) EZ: Wstępny PMI – usługi (VIII) US: Sprzedaż nowych domów (VII)	24 PL: Stopa bezrobocia (VII) US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (VII)
27 DE: Indeks Ifo (VIII)	28 US: Indeks nastrojów konsumentów (VIII)	29 US: Drugi szacunek PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VI)	30 US: Dochody konsumentów (VII) US: Wydatki konsumentów (VII)	31 PL: PKB (II kw.) PL: CPI (VII) US: Indeks Michigan (VIII)
3 września PL: PMI – przemysł (VIII) EZ: PMI – przemysł (VIII) DE: PMI – przemysł (VIII)	4 US: ISM – przemysł (VIII)	5 PL: Decyzja RPP HU: PKB (II kw.) DE: PMI – usługi (VIII) EZ: PMI – usługi (VIII)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (VII) CZ: Produkcja przemysłowa (VII) HU: Produkcja przemysłowa (VII) US: Raport ADP (VIII) US: ISM – usługi (VIII)	7 DE: Eksport (VI) DE: Produkcja przemysłowa (VII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) US: Stopa bezrobocia (VIII)
10 CZ: CPI (VIII)	11 DE: Indeks ZEW (IX) HU: CPI (VII)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (VII)	13 PL: CPI (VIII) US: CPI (VI) EZ: Decyzja EBC	14 PL: Przegląd ratingu przez Moody's PL: Inflacja bazowa (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Wstępny Michigan (IX)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18
PMI	pkt.	53,1	52,3	52,5	53,7	53,4	54,2	55,0	54,6	53,7	53,7	53,9	53,3	54,2	54,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,4	6,2	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,7	7,3	1,6	9,3	5,4	7,0	13,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	11,6	19,8	23,6	15,3	20,2	19,9	12,8	34,7	31,3	16,1	19,7	20,8	19,5	15,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	9,1	11,1
Stopa bezrobocia	%	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,7	8,6
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,3
Eksport (w euro)	% r/r	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,6	2,1	7,4	13,5
Import (w euro)	% r/r	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,7	8,1	1,4	9,9	3,3	9,4	19,4
Bilans handlowy	mIn EUR	-202	-136	288	479	284	208	-1 175	-164	-520	-205	314	-272	-554	-1 075
Rachunek bieżący	mIn EUR	-902	-296	311	218	206	54	-847	1 955	-782	-785	-21	-563	-1 472	-1 325
Rachunek bieżący	% PKB	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,7
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	5,9	2,4	4,9	3,8	2,7	-2,4	-25,4	8,6	4,5	3,1	9,3	9,6	5,2	1,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-9,9	-4,0	-8,2	-6,4	-4,5	4,1	42,7	-20,6	-10,8	-7,5	-22,5	-23,1	-12,4	-3,7
Inflacja (CPI)	% r/r	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	1,9	2,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	2,8	3,5	3,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,7	6,6	7,3	7,7
Zobowiązania	% r/r	4,5	4,6	5,0	5,0	5,3	4,2	4,1	4,5	4,6	5,1	5,1	6,0	6,4	6,4
Należności	% r/r	4,5	4,5	5,0	5,1	4,7	3,7	3,6	4,0	4,2	4,3	3,9	5,5	5,9	6,2
EUR/PLN	PLN	4,21	4,24	4,26	4,27	4,26	4,23	4,20	4,16	4,16	4,21	4,19	4,28	4,30	4,35
USD/PLN	PLN	3,75	3,68	3,61	3,59	3,63	3,60	3,55	3,41	3,37	3,41	3,42	3,63	3,69	3,72
CHF/PLN	PLN	3,87	3,83	3,74	3,73	3,69	3,63	3,60	3,55	3,61	3,60	3,53	3,64	3,73	3,75
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	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	1,94	1,89	1,80	1,73	1,71	1,60	1,69	1,62	1,73	1,56	1,52	1,57	1,60	1,62
Rentowność obligacji 5L	%	2,62	2,67	2,67	2,61	2,69	2,62	2,64	2,63	2,73	2,46	2,33	2,49	2,48	2,53
Rentowność obligacji 10L	%	3,21	3,32	3,35	3,27	3,39	3,40	3,29	3,34	3,51	3,27	3,08	3,23	3,23	3,17

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2016	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
PKB	mld PLN	1 858,5	1 982,1	2 097,1	2 213,9	485,4	508,3	516,5	586,9	510,7	536,5	545,3	621,3
PKB	% r/r	3,0	4,6	4,6	3,7	5,2	4,9	4,5	4,0	3,8	3,8	3,6	3,5
Popyt krajowy	% r/r	2,2	4,7	5,5	4,0	6,8	5,4	5,1	4,8	3,9	4,1	3,9	4,1
Spożycie indywidualne	% r/r	3,9	4,8	4,9	4,5	4,8	5,0	5,0	5,0	4,8	4,6	4,4	4,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8,2	3,4	6,4	4,0	8,1	7,9	6,4	4,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,9	6,5	6,6	5,0	5,6	7,2	8,5	5,3	5,6	5,8	5,0	3,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-14,5	13,7	15,3	1,4	25,6	20,0	14,1	8,5	0,8	2,2	0,4	2,0
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	3,9	8,2	7,9	6,2	8,4	7,0	9,8	6,7	4,3	7,1	6,0	7,2
Stopa bezrobocia ^b	%	8,2	6,6	5,9	5,5	6,6	5,9	5,8	5,9	5,9	5,4	5,3	5,5
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,8	5,7	7,6	8,2	6,2	7,0	7,4	8,9	9,0	8,4	8,0	8,3
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,3	3,7	2,8	1,0	2,8	2,7	2,4	2,3	1,3	1,0	0,9	0,6
Eksport (w euro)	% r/r	3,1	12,0	5,6	3,3	5,1	6,0	7,0	4,4	4,7	4,4	3,5	0,6
Import (w euro)	% r/r	2,7	13,4	8,3	4,8	8,3	7,5	10,3	7,3	6,2	5,8	5,1	2,2
Bilans handlowy	mIn EUR	2 935	821	-4 554	-7 930	-888	-512	-929	-2 226	-1 725	-1 287	-1 780	-3 138
Rachunek bieżący	mIn EUR	-1 254	896	-4 017	-6 999	378	-2 057	-1 594	-744	-306	-2 750	-2 396	-1 547
Rachunek bieżący	% PKB	-0,3	0,2	-0,8	-1,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,4
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,3	-1,7	-1,7	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,6	2,0	1,7	2,2	1,5	1,7	1,9	1,5	1,9	2,2	2,3	2,5
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	0,8	2,1	1,6	2,5	1,3	1,9	1,7	1,6	2,2	2,3	2,3	2,5
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0,2	0,7	0,9	2,1	0,8	0,5	0,9	1,3	1,5	1,9	2,3	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,2	2,9	2,0	2,5	0,2	2,4	3,1	2,3	2,7	2,1	2,2	3,2
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9,6	4,6	7,3	7,4	5,3	6,0	6,6	7,3	7,3	7,3	7,3	7,4
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	4,1	7,1	7,4	4,9	5,6	6,4	7,1	7,2	7,3	7,3	7,4
Należności ^b	% r/r	4,7	3,6	7,9	6,5	4,7	5,8	6,9	7,9	7,6	7,2	6,8	6,5
EUR/PLN	PLN	4,36	4,26	4,25	4,29	4,18	4,26	4,31	4,26	4,27	4,29	4,30	4,31
USD/PLN	PLN	3,95	3,78	3,55	3,46	3,40	3,58	3,66	3,55	3,50	3,47	3,45	3,44
CHF/PLN	PLN	4,00	3,84	3,62	3,48	3,59	3,63	3,69	3,58	3,50	3,49	3,47	3,45
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
WIBOR 3M	%	1,70	1,73	1,70	1,76	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,72	1,91
Rentowność obligacji 2L	%	1,66	1,89	1,60	1,71	1,64	1,57	1,62	1,58	1,56	1,61	1,79	1,89
Rentowność obligacji 5L	%	2,37	2,78	2,52	2,44	2,61	2,43	2,51	2,53	2,59	2,60	2,50	2,52
Rentowność obligacji 10L	%	3,05	3,44	3,26	3,41	3,37	3,18	3,21	3,26	3,33	3,41	3,43	3,46

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 12.07.2018 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. Robotnicza 11
53-607 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 1887 e-mail: ekonomia@bzwbk.pl www.bzwbk.pl