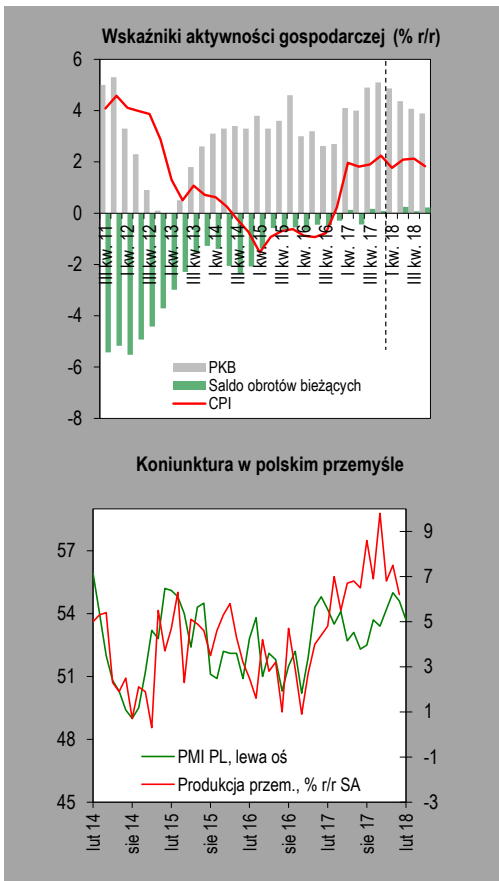


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2018

Rysa na szkłe



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

■ Gospodarka polska i światowa wciąż rozwijają się w niezłym tempie, chociaż im dłużej pozostajemy w fazie ekspansji, tym częściej pojawiają się pytania o to, jak długo może ona jeszcze potrwać. Wprowadzenie przez USA ceł na stal i aluminium czyni te pytania jeszcze bardziej aktualnymi, ponieważ eskalacja wojny handlowej może potencjalnie uderzyć w handel międzynarodowy i globalny wzrost. Zobaczymy jednak jak ta sytuacja się rozwinie. Na razie pozostajemy dość optymistyczni jeśli chodzi o perspektywy gospodarki w krótkim horyzoncie. **Wprawdzie szczytowy punkt cyklu koniunkturalnego mamy już raczej za sobą, ale kolejne kwartały nie powinny być o wiele gorsze od tych ostatnich, w związku z czym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB na ten rok na poziomie 4,3% (wobec 4,6% w 2017).**

■ Chociaż ogólny obraz sytuacji wciąż jest optymistyczny, to przyglądając mu się w szczegółach można dostrzec kilka rys. Kluczową z nich jest szybko pogłębiający się niedobór pracowników (liczba wakatów wzrosła w IV kw. 2017 o 51,5% r/r), który może ograniczać aktywność firm w niektórych sektorach. Część badań koniunktury wskazuje już na pogorszenie ocen przyszłej aktywności i produkcji. Naszym zdaniem trwający wciąż napływ pracowników z Ukrainy, czy zmiany w aktywności zawodowej nie wystarczą aby zapełnić rosnącą lukę między popytem na pracę a jej podażą, w związku z czym **dynamika wynagrodzeń będzie dalej przyspieszać i prawdopodobnie przed końcem roku osiągnie poziom dwucyfrowy.**

■ Jednocześnie, środowisko inflacyjne jest nadal zaskakująco łagodne, nie tylko w Polsce, ale też za granicą. Pomimo szybkiego wzrostu i zacieśnienia na rynkach pracy w Europie, rok 2018 rozpoczął się od spadku inflacji w większości krajów, a EBC właśnie obniżył swoje prognozy inflacyjne dla strefy euro. NBP postąpił podobnie z prognozą inflacji, pomimo przesunięcia w górę oczekiwań dot. tempa wzrostu gospodarczego. **Nadal zakładamy, że rosnąca presja płacowa pchnie w górę inflację bazową w Polsce i w kolejnych miesiącach tego roku CPI po wyłączeniu cen żywności i energii będzie powoli przesuwać się w stronę 2% r/r. Jednocześnie ścieżka CPI pozostanie dość nisko, szczególnie w najbliższych miesiącach i pod koniec roku.**

■ Taki scenariusz oznacza zapewne dłuższą niż wcześniej myśleliśmy stabilizację polityki pieniężnej NBP. Nowa projekcja pokazała wzrost inflacji bazowej do 3% r/r w roku 2020, co dla prezesa NBP Adama Glapińskiego oznacza brak uzasadnienia do zmiany stóp nawet do 2020 r. Najwyraźniej potwierdza to, że bank centralny będzie potrzebował bardzo mocnych dowodów na to, że inflacja istotnie i trwale przebije oficjalny cel zanim zabierze się za zmiany stóp. **Po ostatnim posiedzeniu RPP przesunęliśmy termin pierwszej podwyżki stóp procentowych na listopad 2019.**

■ Pomimo wciąż dobrej sytuacji gospodarczej, polska waluta była w ostatnim okresie pod presją mocniejszego dolara, zmiennych nastrojów globalnych i bardzo łagodnego nastawienia RPP. **Nadal uważamy, że przestrzeń do umocnienia złotego jest ograniczona.** Mniejsze szanse na kolejne pozytywne zaskoczenia ze strony danych makro, większa globalna niepewność, odsuwająca się w dal perspektywa podwyżek stóp NBP i zacieśnienie polityki Fed będą naszym zdaniem powstrzymywały EURPLN przed spadkiem w najbliższych tygodniach.

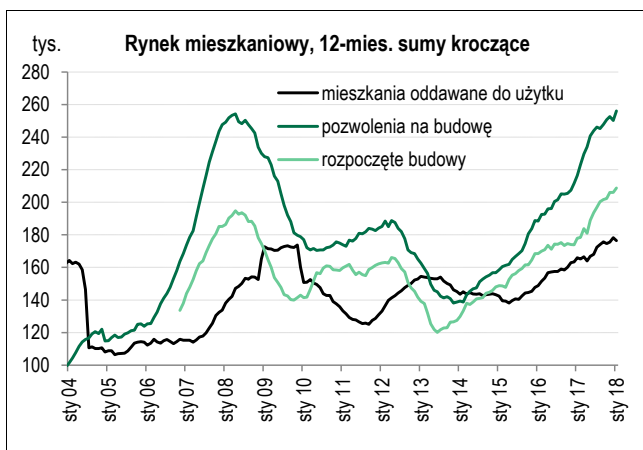
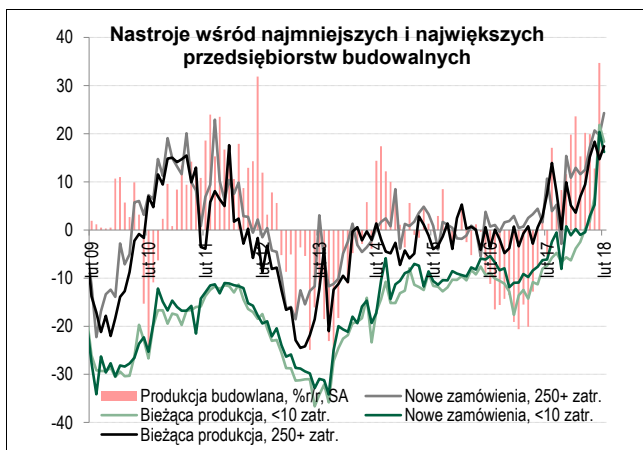
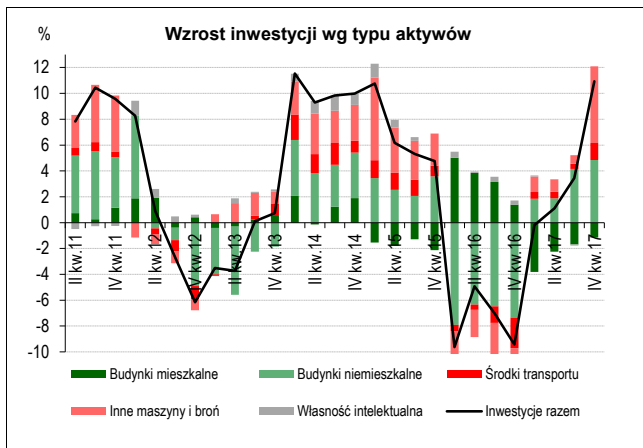
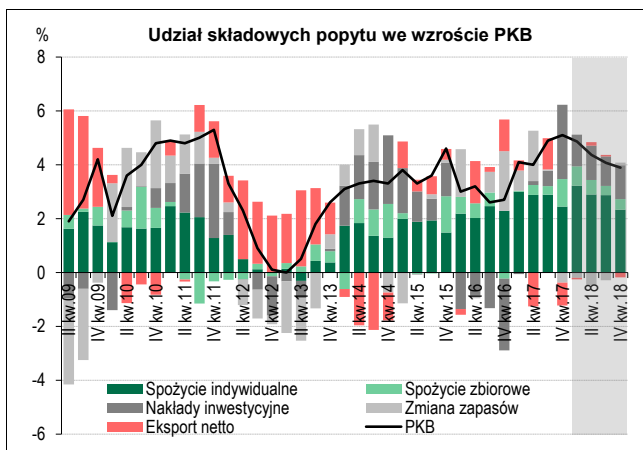
■ **Na rynku długu niższa inflacja i gołębi przekaz z RPP powinien mocno wspierać krótki koniec krzywej.** Długi koniec będzie bardziej wrażliwy na nastroje na rynkach globalnych, ale tu też spodziewamy się pozytywnej tendencji, ponieważ malejąca inflacja w Europie i obawy o wpływ wojen celnych na perspektywy wzrostu mogą działać na korzyść europejskich obligacji.

Na rynku finansowym 14 marca 2018 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,72	EURPLN	4,2114
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,52	USDPLN	3,4055
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,31	CHFPLN	3,6009

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 14.03.2018 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

W którą stronę ze szczytu?

Gospodarka zaczyna wysyłać sygnały, że przeszła już najwyższy punkt cyklu koniunkturalnego (ze wzrostem PKB na 5,1% r/r w IV kw. 17). Jest to zgodne z prognozą rynku (4%) i naszą (4,3%), że wzrost w 2018 będzie niższy niż w 2017 r (4,6%). Wzrosty PKB w kolejnych kwartałach br. powinny ułożyć się w trend spadkowy, ale I kw. może wciąż być blisko 5% r/r i wyniku za IV kw. 17. Oprócz utrzymującej się siły konsumpcji prywatnej zobaczyliśmy wreszcie odbicie inwestycji, które pozwoli wzrostowi PKB szybować na dużej wysokości. Konsensus rynkowy na wzrost w I kw. jest nieco niższy, na 4,5%. Różnica bierze się z przekonań czy pewne negatywne sygnały w danych miesięcznych należałoby ekstrapolować.

Odbicie inwestycji w IV kw. – czy sprostało oczekiwaniom?

Inwestycje urosły o 11,3% r/r w IV kw. wobec 3,3% w III kw, tyle też szacowaliśmy na bazie wstępnych danych o PKB za cały 2017. Nie wszystko jeszcze wiemy o strukturze. Wynik podbiły zakupy samolotów (cywilnych i/lub rządowych). Znany rozbieżność według typu aktywów: był to silny kwartał dla budynków niemieszkalnych i budowlanych, dobrze szły też zakupy sprzętu transportowego oraz „innych maszyn, urządzeń i systemów wojskowych”. Na bazie tego można zakładać umiarkowane odbicie inwestycji przedsiębiorstw – element od dawna zaległy, patrząc na niedobory siły roboczej i rekordowy popyt krajowy i zagraniczny uchwycyony w ankietach nastrojów w biznesie. GUS komentując PKB za IV kw. wspominał jednak o wciąż „neutralnych” inwestycjach przedsiębiorstw, za to NBP w nowej projekcji ocenił, że nakłady korporacji dołożyły ok. 4 pp do wzrostu inwestycji, co oznaczałoby ich wzrost o ok. 7% r/r.

Możliwości sektora budowlanego

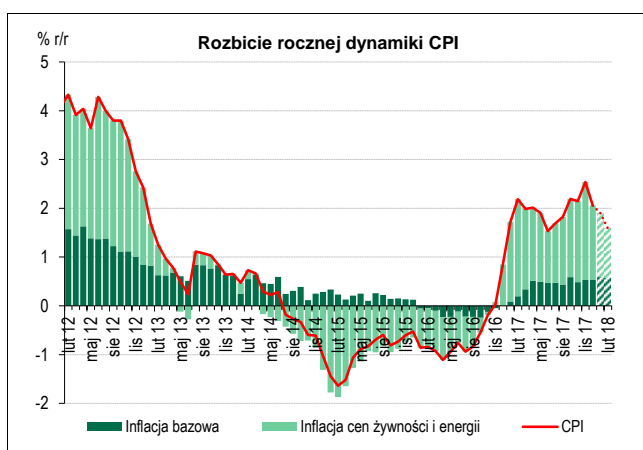
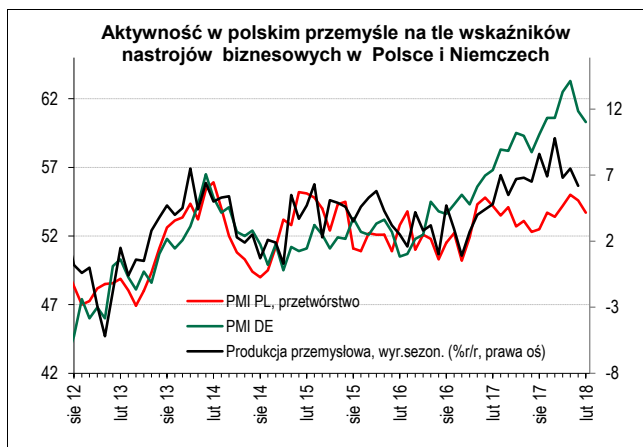
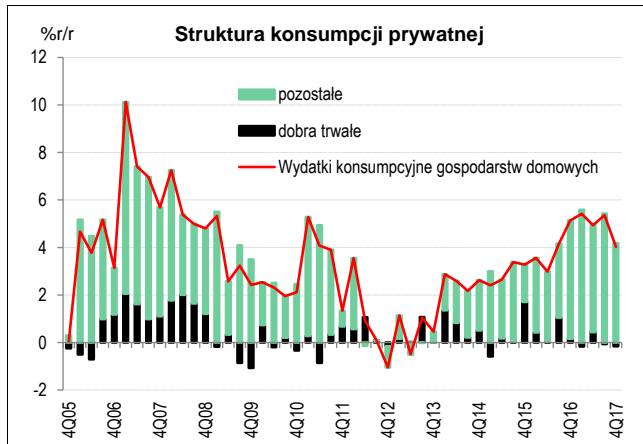
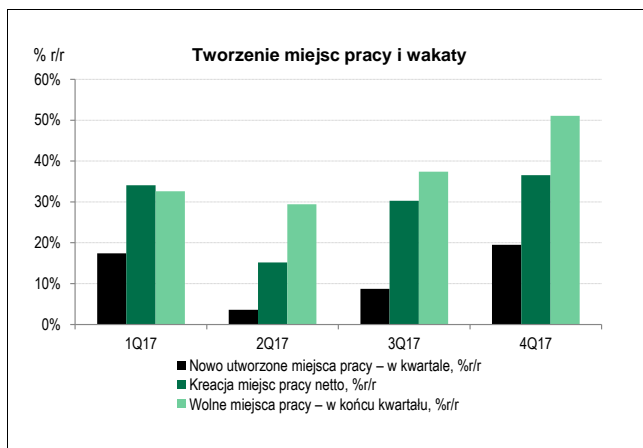
Dobre wyniki budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej nie są oczywiste, jak wyjaśnialiśmy w poprzednich MAKROskopach. Choć tej jesieni wybory samorządowe a środki unijne płyną szerszym strumieniem, władze lokalne i Krajowy Fundusz Drogowy mają związane ręce przez system przetargów na projekty inwestycyjne – trudno znaleźć wykonawców i oferty, które mieściłyby się w budżetach. Z drugiej strony, pomimo tych przeszkód sektor budowlany działa blisko granicy możliwości produkcyjnych. Strona popytowa jest bardzo silna, ale decydującą rolę ma teraz strona podaźowa. Naszym zdaniem, pozwoli ona kontynuować wzrosty produkcji, ale tylko w umiarkowanym tempie. Oceniamy, że wartość dodana wykreowana przez budownictwo pozostanie ważną podporą wzrostu PKB, zwłaszcza w I poł. 18, kiedy to dynamika produkcji budowlanej może wciąż trzymać tempo z IV kw. 17.

W badaniu nastrojów GUS wykonawcy robót budowlanych oceniają bieżącą koniunkturę najlepiej od 7 lat, a ci zatrudniający do 9 osób - najlepiej od 10 lat. Trudne poszukiwania wolnej siły roboczej w sektorze daje mocną pozycję najmniejszym firmom. Pozytywny trend w nowych zamówieniach i bieżącej produkcji tylko nasilił się pod koniec ub.r. Styczeniowa produkcja budowlana była wyjątkowo wysoka, +30,7% r/r po odsezonowaniu – wg nas przez silny popyt i łagodną pogodę, pamiętając też, że poziom produkcji w tym miesiącu jest zwykle 40-50% niższy niż średnia w roku, co powoduje, że łatwiej o wysokie dynamiki r/r. Wg nas takie tempo jest nie do utrzymania.

Poważny popyt mieszkaniowy

Rewizja GUS pokazała ujemny wkład mieszkalnictwa do wzrostu inwestycji we wszystkich kwartałach 2017 choć utrzymywał się popyt gospodarstw poszukujących alternatyw dla nisko-oprocentowanych depozytów. Ankieta kredytowa NBP za IV kw 17. wykazała rekordowo wysoki wskaźnik osłabienia popytu na kredyty hipoteczne wskutek wyboru alternatywnych form finansowania. Ceny ofertowe w 7 głównych miastach wzrosły 4,6% r/r w IV kw na rynku pierwotnym i 7,1% r/r na rynku wtórnym, podsycając popyt inwestycyjny. W styczniu pozwolenia na budowy wyniosły 20,8 tys. (+38,6% r/r) – najwyższy wynik dla tego miesiąca odkąd są dostępne dane (2001). Ich suma 12-miesięczna ustanowiła nowy rekord, podobnie jak suma liczby domów w budowie (w samym styczniu wzrosły 24,5% r/r).

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Rynek pracy – wysoki popyt, mnogość wakatów

Rynek pracy dostarcza coraz wyższe płace a jednocześnie kontynuowany jest wzrost zatrudnienia. Realny fundusz płac rósł w styczniu o 9,3% r/r a suma wypłat rent i emerytur przyspieszyła do 3,7% r/r przez obniżenie wieku emerytalnego. Kwartalny raport GUS nt. popytu na pracę pokazał nasilenie się problemu niedoborów siły roboczej w IV kw. 2017. Liczba nieobsadzonych stanowisk wzrosła o 51,5% r/r, wobec 37,4% III w kw. i 29,4% w II kw. Taka sytuacja sprzyja przyspieszaniu dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw, naszym zdaniem w pobliżu 10% r/r pod koniec tego roku i dobrze wroży budżetom gospodarstw domowych.

Czy konsumpcja przeszła w dojrzałą fazę?

Konsumpcja prywatna rosła w tempie 4,7-4,9% r/r przez wszystkie kwartały 2017 i uważamy, że powtórzy to w 2018, ewentualnie dotykając 5% w I kw. Może się jednak wkrótce zmienić jej struktura. Biorąc przykład z lat 2006-2008 konsumpcja powinna iść w stronę zakupów dóbr trwałych. Powinniśmy wkrótce dojść w dynamice konsumpcji do stanu „nasylenia” dobrami nietrwałymi i przekierowaniem uwagi na dobra trwałe. W nastrojach konsumenckich badanych przez Komisję Europejską widać zmianę nastawienia Polaków do oszczędzania – jeden na trzech respondentów jest teraz w stanie odkładać na przyszłość, choć odsetek ten oscylował wokół 20% od 2008 do połowy 2017 r. Możliwe, że to kolejny wyraz rekordowego optymizmu i bardzo dobrej sytuacji finansowej, przez co nie musi być istotnym ryzykiem dla naszej ścieżki konsumpcji w pobliżu 5% r/r.

Przemysłowe spowolnienie

Odsezonowana dynamika k/k wartości dodanej spadła w IV kw. z 1,1% do 0,9% wobec spowolnienia w głównych składnikach: przemyśle (z 1,8% do 1,3%), budownictwie (z 3,6% do -1%), handlu (z 2,5% do 1,3%) i transporcie (z 1,5% do 1,2%). Dane nieoczyszczone pokazywały za to wyższy wzrost r/r w przemyśle i transporcie). Skorygowane sezonowo dane o produkcji przemysłowej ułożyły się w trend spadkowy po październikowym szczycie 9,8% r/r (odczyt za styczeń to 6,2%, najniższy od kwietnia ub.r.) Uważamy odczyt z października za nietypowy i zakładamy, że produkcja utrzyma tempo 6-8% r/r przez większość 2018 r. Jednakże są inne oznaki sugerujące, że gospodarka będzie miała trudności z dalszym przyspieszaniem po IV kw. 17. Wskaźnik ESI dla oczekiwanej produkcji jest dość nisko jak na rekordowo mocne nowe zamówienia i bardzo niskie zapasy wyrobów gotowych. W lutym indeks oczekiwanej produkcji zszedł poniżej indeksu bieżącej produkcji, co zdarza się rzadko a miesięczny spadek oczekiwań był największy od 9 lat. Dwa zaskakujące spadki z rzędu niemieckiego PMI, również wymagają uwagi. Polski indeks PMI dla przemysłu nie radził sobie lepiej – w styczniu spadł z 55 pkt do 54,6 pkt a w lutym dalej do 53,7 pkt, czyli najniższy od października ub.r. Wskaźnik został ściągnięty w dół przez wskaźniki nowych zamówień, produkcji i zatrudnienia. Wskaźniki GUS tego nie potwierdziły, pokazując jedynie lekką korektę niewiarygodnego styczniowego wzrostu optymizmu. Te dane nie dają powodu do paniki. Zaobserwowanie szczytu koniunktury nie oznacza początku złych czasów.

Inflacja – łatwo przyszła, łatwo poszła

Spadek inflacji zapewne był kontynuowany w lutym, z 1,9% r/r do 1,6%, zaledwie trzy miesiące po osiągnięciu szczytu na 2,5%. Wzmocni to retorykę RPP, że nie ma powodów do rozważania podwyżek stóp w przewidywalnej przyszłości. Inflacja bazowa mogła pójść w drugą stronę, z 0,9% r/r w grudniu do 1% w lutym i dalej do ok. 2% na koniec 2018 r. Tegoroczna zmiana wag w koszyku CPI może odrobinę podnieść inflację, głównie na początku roku (o +0,045 pp), ale efekt będzie zbyt mały by wpłynąć na trajektorię CPI.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragment marcowego komunikatu RPP

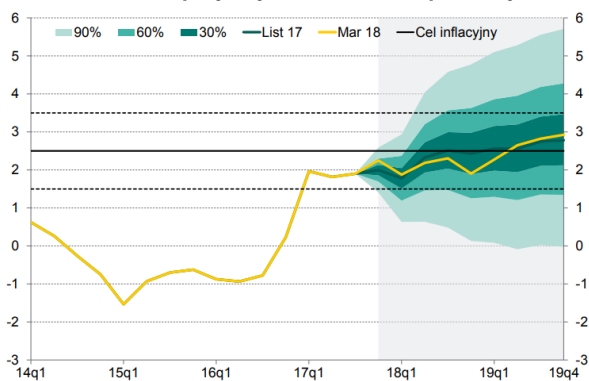
W gospodarce światowej trwa poprawa koniunktury. W strefie euro dane o PKB w IV kw. wskazują na utrzymywanie się szybszego niż w poprzednich latach wzrostu. Sprzyja temu poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, dobre nastroje podmiotów gospodarczych, a także wzrost obrotów w handlu międzynarodowym. Korzystna koniunktura utrzymuje się także w Stanach Zjednoczonych, chociaż dynamika PKB w IV kw. w tej gospodarce nieco się obniżyła. Z kolei w Chinach wzrost PKB w 2017 r. był relatywnie stabilny..

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna wielu krajach oraz niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach światowych. Jednocześnie ceny niektórych innych surowców, w tym ropy naftowej, są wyższe niż rok temu. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje natomiast stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości.

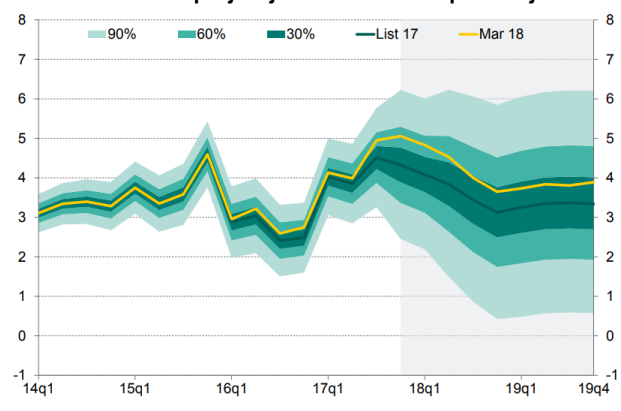
W Polsce dynamika PKB w IV kw. wyniosła 5,1% r/r. Istotnym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, w tym popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i przyspieszenie wzrostu płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie w IV kw. nastąpiło wyraźne ożywienie inwestycji. Przyspieszenie dotyczyło głównie inwestycji publicznych, choć wzrosły prawdopodobnie także nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Wzrost aktywności jest również wspierany przez silny popyt zewnętrzny. Mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie – mimo szybszego wzrostu płac – niska pozostaje inflacja bez żywności i energii.

W ocenie Rady bieżące dane oraz wyniki projekcji wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznej obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Zgodnie z projekcją 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

Marcowa projekcja CPI na tle listopadowej



Marcowa projekcja PKB na tle listopadowej



Źródła: GUS, NBP, BIS, BZ WBK

Prezes NBP coraz bardziej gołębi

RPP nie zaskoczyła i nie zmieniła stóp procentowych. Komunikat uległ jedynie nieznacznym zmianom w stosunku do treści z zeszłego miesiąca. Główne przesłanie nadal mówi o tym, że obecny poziom stóp procentowych jest optymalny i dobrze służy gospodarce. W ocenie Rady, inflacja jest na umiarkowanym poziomie mimo przyspieszenie tempa wzrostu PKB, a inflacja bazowa pozostaje niska mimo szybszego wzrostu płac.

Podczas konferencji prasowej prezes Adam Glapiński był jeszcze bardziej gołębi niż dotychczas i przyznał, że w świetle nowej projekcji nie widzi powodów do podwyżki stóp nawet do końca 2020 r., choć niechętnie wypowiada się na temat tak odległej przyszłości. Gołębio zabrzmiała też jego uwaga, że analitycy słusznie przesuwają do przodu swoje oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. Na konferencji prasowej byli też obecni Grażyna Ancyparowicz i Jerzy Żyżyński. Oboje zgodzili się z poglądem prezesa. Grażyna Ancyparowicz spodziewa się wzrostu nawet wyższego niż w projekcji, ale i tak wolałaby nie destabilizować sytuacji zmianami stóp.

Konferencja prasowa RPP jeszcze bardziej wzmocniła gołębią retorykę prezentowaną w ubiegłych miesiącach. W poprzednim miesiącu przesunęliśmy oczekiwany termin pierwszej podwyżki stóp z IV kw. 2018 na I kw. 2019, a po marcowym posiedzeniu RPP wydaje się, że ten moment jeszcze bardziej odsuwa się w czasie. Niemniej, naszym zdaniem cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce rozpocznie się raczej wcześniej niż zasugerował to prezes NBP Adam Glapiński. Prawdopodobnie pierwsza podwyżka stóp może nastąpić IV kw. 2019 roku, a argumentem za taką decyzją będą dane makroekonomiczne (rosnąca presja inflacyjna i płacowa) oraz rozpoczęcie podwyżek stóp przez EBC.

Umocnienie złotego substytutem podwyżek

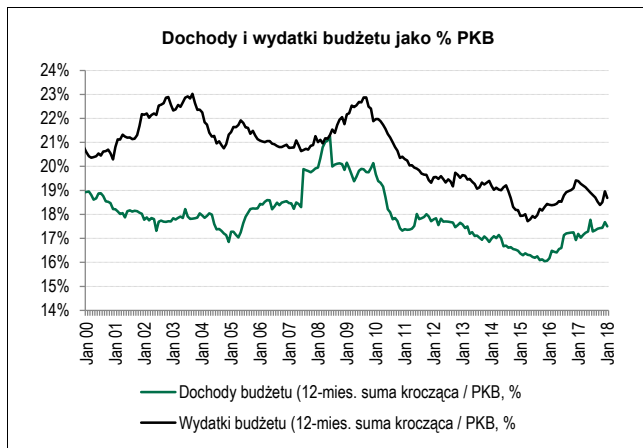
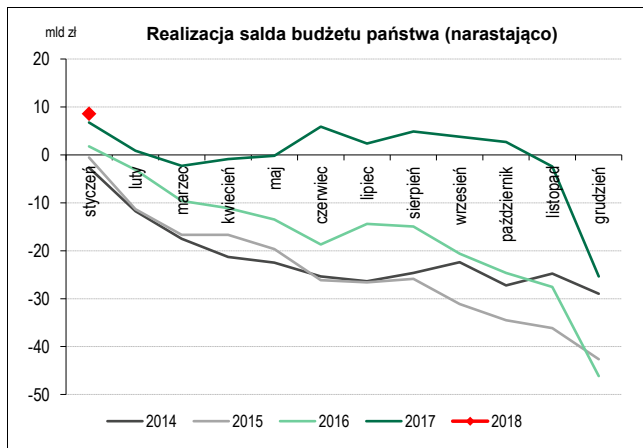
Marcowa projekcja NBP została wykonana przy założeniu wyższego wzrostu gospodarczego na świecie niż w rundzie listopadowej. W górę poszły prognozy PKB. W szczególności, podniesiono ścieżkę inwestycji (o 1 pp do 8,6% w 2018 r. i o 1,3 pp do 6,3% w 2019), powołując się na wysoki popyt oraz wykorzystanie mocy produkcyjnych w firmach oraz bardzo niski stan zapasów, mimo że wynik za rok ubiegły był niższy od projekcji NBP. W górę została również przesunięta ścieżka konsumpcji prywatnej (o 0,4 pp w 2018-2019) z uwagi na wyższy niż poprzednio wyliczono wzrost funduszu płac i optymizm wśród gospodarstw domowych. Spowodowało to wzrost szacunków luki popytowej na ten rok (z +0,7% potencjalnego PKB do 1,2%) i na lata kolejne, kiedy to luka ma wynieść +1,7% i +1,8%.

Co do rynku pracy, NBP uważa, że w kolejnych latach liczba pracujących nadal będzie rosła dzięki rosnącej aktywności zawodowej (przynajmniej dopóki utrzymuje się wysoka faza cyklu koniunkturalnego) a dynamika płac nominalnych w gospodarce narodowej utrzyma się na 7% r/r.

Mimo podwyższenia ścieżki PKB, luki popytowej i płac, prognoza inflacji była niższa niż w listopadzie. Wg analityków NBP wynika to po części z braku założonych poprzednio podwyżek cen energii w tym roku, ale przede wszystkim z obniżenia ścieżki inflacji bazowej. Autorzy analizy tłumaczą to obniżoną wrażliwością krajowej dynamiki cen na aktywność gospodarczą oraz aprecjacja złotego obniżającą ceny importowane, jednocześnie powołując się na powszechność problemu niskiej inflacji w krajach rozwiniętych i naszym regionie pomimo ożywienia gospodarczego.

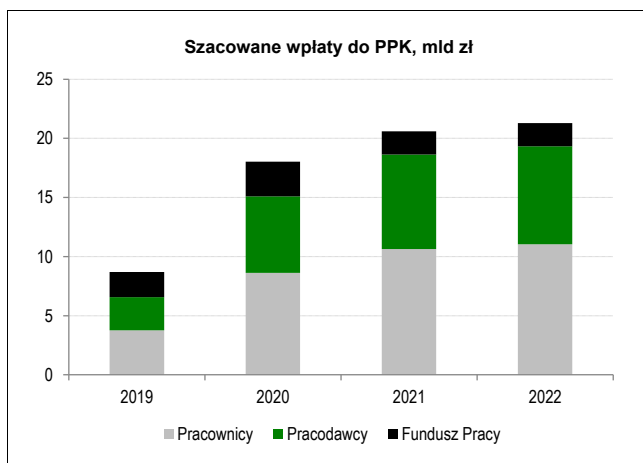
Oslabiona reakcja inflacji na zachowanie gospodarki jest wciąż zjawiskiem, które nie zostało zdiagnozowane w sposób usuwający wątpliwości, dlatego w obliczu marcowej projekcji RPP może być skłonna przedłużyć okres „wait and see” i ostrożnie podchodzić do napływających z gospodarki danych.

Pod lupą: polityka fiskalna



Harmonogram wprowadzania PPK

Grupy pracodawców	Pracownicy (w mln)	Start grupy
pow. 250 osób	3.3	01.01.2019
50-249 osób	2.0	01.07.2019
20-49 osób	1.1	01.01.2020
Inne i fin. publ.	5.1	01.07.2020
Razem	11.4	



Źródła: Ministerstwo Finansów, GUS, BZ WBK

Dobre wyniki budżetu po styczniu

▪ Po styczniu nadwyżka budżetowa wyniosła 8,6 mld zł, co było najlepszym wynikiem w tym miesiącu od kiedy dostępne są porównywalne dane (1995 r.).

▪ Mimo dobrego wyniku budżetu ogółem, dochody wyniosły 35,2 mld zł, czyli były o ok. 5% słabsze niż rok wcześniej. Spadek ten dochodów ogółem był podyktowany przede wszystkim słabymi wpływami z VAT, które obniżyły się o 17,1% r/r. Naszym zdaniem ta ryna na szkle była spowodowana efektami jednorazowymi (odliczenia podatku z tytułu wydatków inwestycyjnych w IV kw. 2017 r. a także zmiany systemu rozliczeń dla niektórych podmiotów z kwartalnego na miesięczny oraz stosowana przez rząd taktyka przesunięć w zwrotach VAT). Pozostałe podatki zanotowały niezłe stopy wzrostu: PIT +13,7% r/r a CIT +11,4% r/r.

▪ Wynik budżetu uratowały niskie wydatki, które wyniosły 26,6 mld zł (-12% r/r). Naszym zdaniem taka dynamika nie zostanie jednak utrzymana w kolejnych okresach. W styczniu wydatki były nominalnie najniższe od 2009 r. co naszym zdaniem wynikało z przeniesienia niektórych płatności na grudzień (np. dotacji do FUS).

Pracownicze Plany Kapitałowe

▪ 15 lutego przedstawiciele rządu zaprezentowali założenia dotyczące wprowadzenia Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK), czyli nowego elementu systemu emerytalnego. Motywacją dla PPK jest budowanie krajowych oszczędności oraz zwiększenie przyszłych świadczeń emerytalnych. PPK będą wprowadzane stopniowo (patrz tabela obok) – najpierw największe firmy będą miały obowiązek zaproponowania swoim pracownikom planu, potem stopniowo dołączać będą mniejsze. W ostatniej fazie dołączyć mają też jednostki sektora finansów publicznych. Łącznie, wg szacunków Ministerstwa Finansów, PPK mają być dostępne dla 11,4 miliona pracowników.

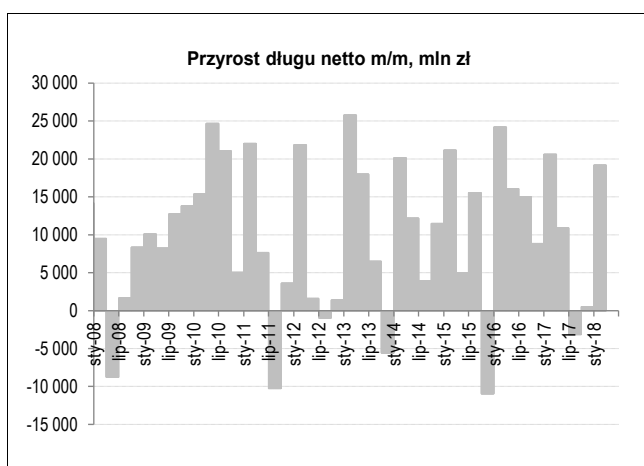
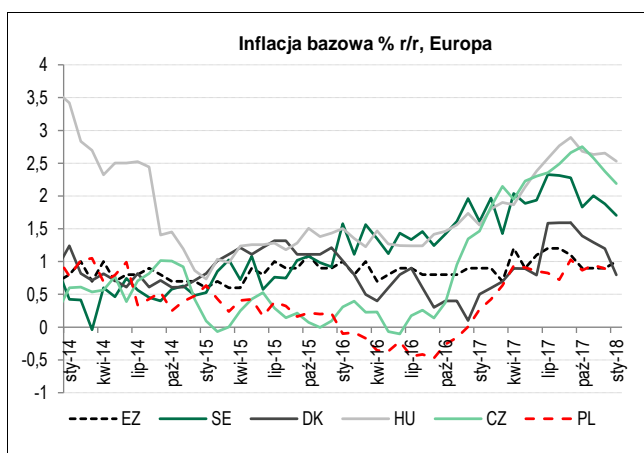
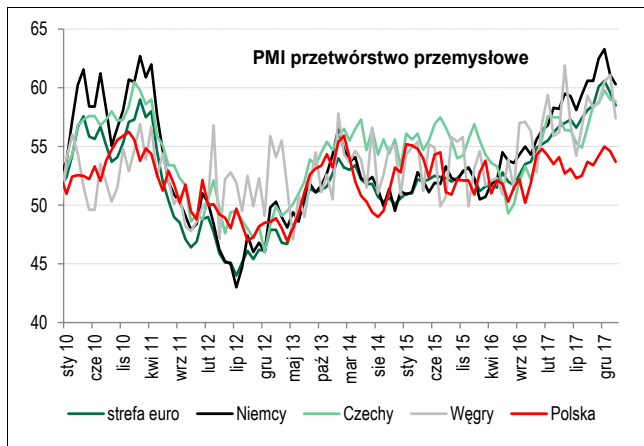
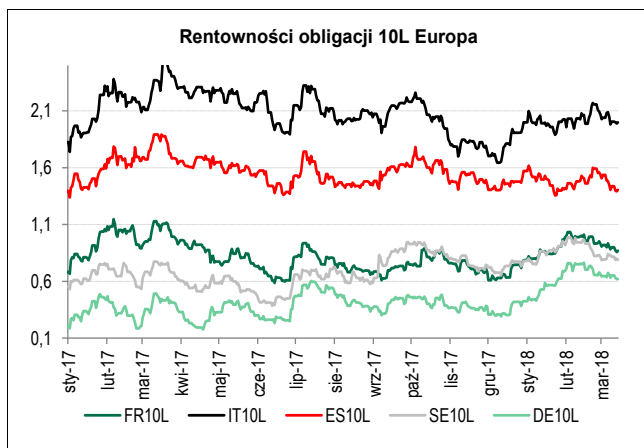
▪ Składka ma wynieść 2% płacy brutto płatne przez zatrudnionego z możliwością dobrowolnego zwiększenia do 4,0%. Składka ta nie będzie podlegała odliczeniu od podatku, będzie zatem obniżała wynagrodzenie netto. Dodatkowo 1,5% będzie płatne przez pracodawcę z możliwością zwiększenia do 4,0% Składka wyniesie zatem między 3,5% a 8,0% wynagrodzenia brutto.

▪ Wg naszych szacunków składki płacone przez pracowników będą rosły od 3,8 mld zł w 2019 r. do 11 mld zł w 2022 r. i będzie to kwota odpowiadająca spadkowi dochodów do dyspozycji brutto. Będzie to miało ujemne przełożenie na konsumpcję prywatną, która naszym zdaniem będzie rosła wolniej o 0,3 punktu procentowego w 2019 i 2020 r. i 0,1 pp w kolejnych latach. W dłuższym okresie negatywny wpływ PPK na konsumpcję obniży się, gdyż zwiększy siłę nabywczą emerytów. Oczekujemy również, że gospodarstwa domowe zanotują wzrost stopy oszczędności, naszym zdaniem o ok. 1,0-1,5 pp (w III kw. 2017 r. wyniosła ona 2,4%), co też będzie miało wpływ na poprawę salda obrotów bieżących o ok. 0,3% PKB.

▪ Składka po stronie pracodawcy spowoduje wzrost kosztów pracy o ok. 3-8 mld zł rocznie. Wprowadzenie PPK zbiegnie się w czasie ze zniesieniem limitu 30-krotności podstawy składki emerytalnej, co dodatkowo podniesie koszty pracy o ok. 1 mld zł w skali rocznej. Uważamy, że w środowisku wyczerpujących się zasobów siły roboczej i presji na wzrost płac będzie to dodatkowy czynnik wywierający presję na spadek marż, a co za tym idzie na szybszy wzrost inflacji.

▪ Sądzimy, że PPK będą alokować znaczną część środków w obligacje skarbowe. Naszym zdaniem nie powinna ona być niższa niż 30%, co będzie oznaczało dodatkowy popyt na obligacje skarbowe ok. 2,5 mld zł w 2019 r. i ok. 6,5 mld zł w 2022 r. Z biegiem czasu alokacja PPK powinna przesunąć się jeszcze bardziej w stronę bezpieczniejszych aktywów, takich jak obligacje skarbowe, w związku ze starzeniem się społeczeństwa. Więcej na temat PPK napisaliśmy w naszym [Komentarzu Ekonomicznym](#).

Rynek stopy procentowej



Banki centralne i dane zepchnęły krzywe w dół

▪ Ostatni miesiąc zaczął się od silnej wyprzedzaży papierów skarbowych w Polsce, Europie i USA. Wyzwalaczem dla tego ruchu były komunikaty i konferencje Fed i EBC, uznane przez inwestorów za sygnalizujące zaostrenie polityki pieniężnej, ale kolejne tygodnie przyniosły odreagowanie tego ruchu. Od drugiej połowy lutego presję na spadki rentowności zaczęły wywierać publikowane dane. Począwszy od słabszych informacji z przemysłu, gdzie w danych o produkcji przemysłowej widać było pierwsze symptomy nieznacznego spowolnienia, a skończywszy na pogorszeniu się wskaźników nastrojów inwestorów (ZEW, Sentix) oraz wskaźników wyprzedzających koniunktury (Ifo, PMI, ESI). Ponadto obligacje zostały wsparte przez zapowiedzi Ministerstwa Finansów (MF) o niższej niż rok wcześniej podaży długu w marcu. Ostatecznie na początku marca kryzyse dochodowości zostały zepchnięte silnie w dół przez gołębi wydzwięk konferencji RPP i EBC.

▪ W efekcie zobaczyliśmy przesunięcie krajowej krzywej w dół o 18-31 pb w relacji do szczytu z początku lutego. W tym samym czasie stawki IRS spadły nieco mniej, tj 13-28 pb. Doprowadziło to do kompresji marż ASW o 5, 3 i 12 pb, odpowiednio dla tenorów 2, 5 i 10L. Ruchy te były po części pochodną spadków rentowności w strefie euro.

▪ Druga z lutowych aukcji długu wypadła znacznie lepiej niż pierwsza. Przeciętny wskaźnik popytu do podaży za luty wyniósł 2,4 vs. 1,8 w styczniu. Na lutowych aukcjach sprzedano 9 mld zł obligacji (12 mld zł w styczniu). Tradycyjnie na aukcji największym wzięciem cieszyły się papiery zmiennokuponowe serii WZ.

Słabsza inflacja pomoże obligacjom

▪ W perspektywie najbliższych tygodni oczekujemy utrzymania presji na spadki rentowności. Od strony krajowych danych krótki koniec krzywej będzie wspierany przez publikację wskaźników inflacji za luty i marzec. Powinny one pokazać spadek inflacji wyraźnie poniżej 2,0% r/r (oczekujemy odczytu 1,6% r/r za II i 1,8% r/r za III). Sądzymy, że realizacja tego scenariusza przyczyni się do uwiarygodnienia przekazu z ostatniej konferencji RPP, że nowa projekcja uzasadnia brak podwyżek stóp do końca 2020 roku. Na segment 1-4L pozytywnie oddziaływać powinny oczekiwania na wykup obligacji PS0418 (14,6 mld zł) w końcu kwietnia oraz niska podaż nowego długu w marcu.

▪ Naszym zdaniem długi koniec krzywej będzie korzystać na poprawie nastrojów dla rynku długu w Europie. Wpływać na to będzie zachowanie wskaźników inflacji w Europie, gdzie w większości przypadków widzimy spadki rocznej dynamiki. Również wskaźniki inflacji bazowej w Europie nie wykazują tendencji do odbicia. Sądzymy, że w połączeniu ze słabszymi odczytami wskaźników wyprzedzających z Eurostrefy, będzie to wspierać europejski i krajowe obligacje. Ponadto pewien pozytywny wpływ na rynek długu wywierają już obecnie obawy o wybuch „wojny handlowej”.

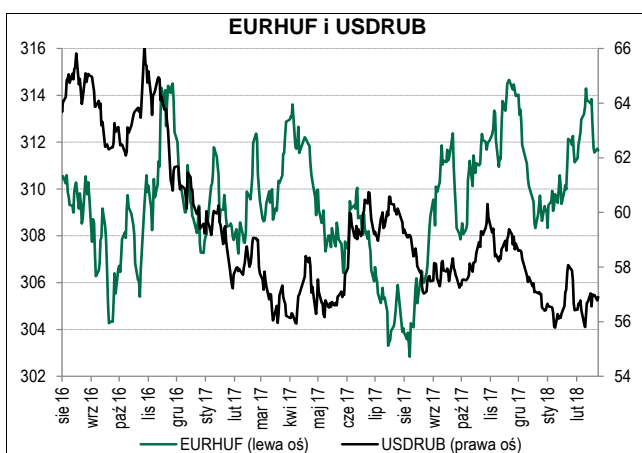
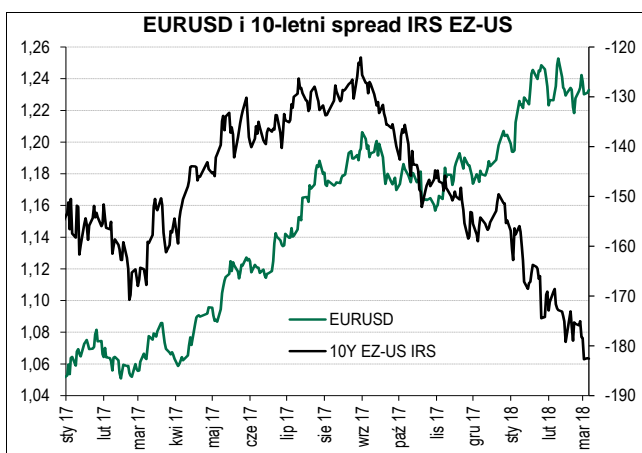
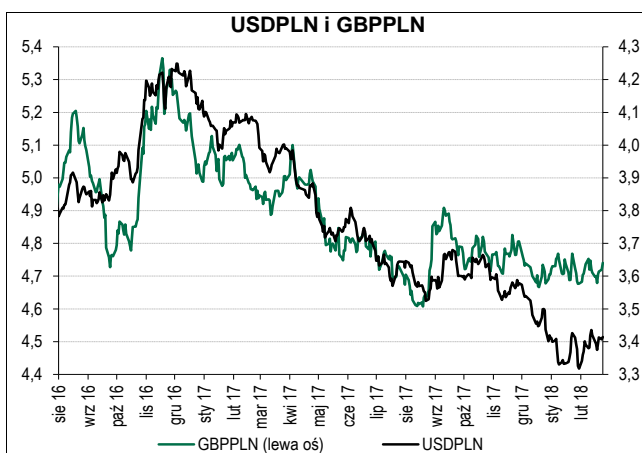
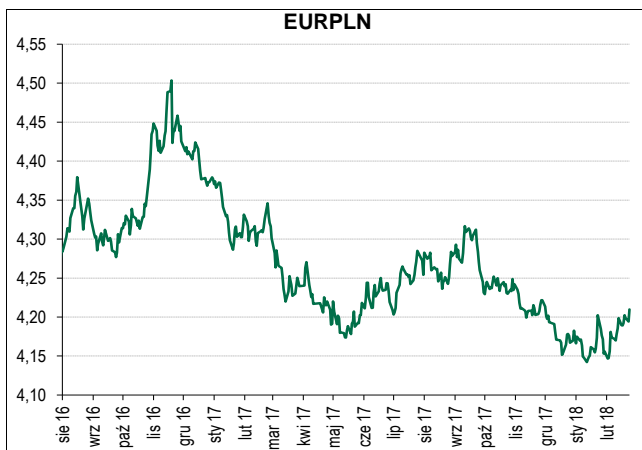
Nadpłynność wciąż będzie odgrywała dużą rolę

▪ Tak jak miało to miejsce dotychczas, sytuacja płynnościowa sektora finansowego, wyrażająca się w niskim poziomie stawki Polonia, powinna wspierać popyt na obligacje (stało i zmiennokuponowe) ze strony krajowych bankowych i nie-bankowych instytucji finansowych. Sądzymy, że w połączeniu ze spodziewaną poprawą sytuacji budżetowej i w konsekwencji niższą podażą długu powinno to pomagać w zwężeniu marż ryzyka kredytowego.

Planowane aukcje

▪ Na marzec MF zaplanowało dwie aukcje. Pierwsza z nich to aukcja zamiany (15 marca). Ministerstwo planuje zaofiarować na niej papiery OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528, w zamian za papiery PS0418 (14,60 mld zł), PS0718 (18,7), OK1018 (19,7). Regularna aukcja ma odbyć się 27 marca, MF zamierza sprzedać na niej 3-5 mld zł papierów serii OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428 i WZ0528.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

EURPLN na wyższym poziomie na dłużej?

▪ Od naszego lutowego raportu, sytuacja na polskim rynku walutowym rozwijała się mniej więcej zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Złoty był pod presją mocniejszego dolara, niestabilnego nastroju na świecie oraz gołębiej retoryki RPP i mieszanych danych makro. W efekcie, kurs EURPLN ustanowił nowe tegoroczne maksimum nieco powyżej 4,21. Kurs USDPLN odbił przejściowo przekraczając 3,44 i osiągając najwyższy poziom od połowy stycznia.

▪ Podtrzymujemy nasz pogląd, że potencjał do wznowienia aprecjacji przez złotego jest w najbliższym czasie niewielki.

▪ Po pierwsze, ostatnie dane potwierdzają nasz scenariusz braku przyspieszenia wzrostu PKB w 2018 w stosunku do 2017. W naszym rocznym raporcie pokazaliśmy, że chociaż dynamika PKB pozostanie powyżej solidnych 4%, tendencja coraz niższych odczytów w kolejnych kwartałach może okazać się istotniejsza, szczególnie w przypadku kiedy w 2017 złoty był jedną z najmocniejszych walut z rynków wschodzących.

▪ Wolniejszemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszyć będzie w najbliższym czasie inflacja poniżej 2%, co może wyrzucić dodatkową presję na złotego. Krajowa waluta straciła dość wyraźnie po tym jak prezes NBP powiedział, że nie widzi powodów do podwyżek stóp nawet do 2020. Roczna inflacja poniżej 2% może wzmocnić gołębią retorykę podtrzymując EURPLN powyżej 4,20.

▪ Odnośnie do czynników globalnych, zakładamy, że w najbliższych tygodniach dolar się umocni (szczegóły poniżej), co może ciężać walutom z rynków wschodzących (w tym złotemu), które ogólnie w tym roku zyskały do dolara.

Zbliżająca się podwyżka stóp może umocnić dolara

▪ Wzrost awersji do ryzyka na globalnym rynku, jastrzębi ton minutes FOMC i nieco gorsze od prognoz dane z Europy pchnęły EURUSD przejściowo poniżej 1,22. Kurs testował to wsparcie, ale nie zdołał utrzymać się poniżej niego na dłużej z powodu pomysłu Donalda Trumpa zakładającego wprowadzenie cef na stal i aluminium.

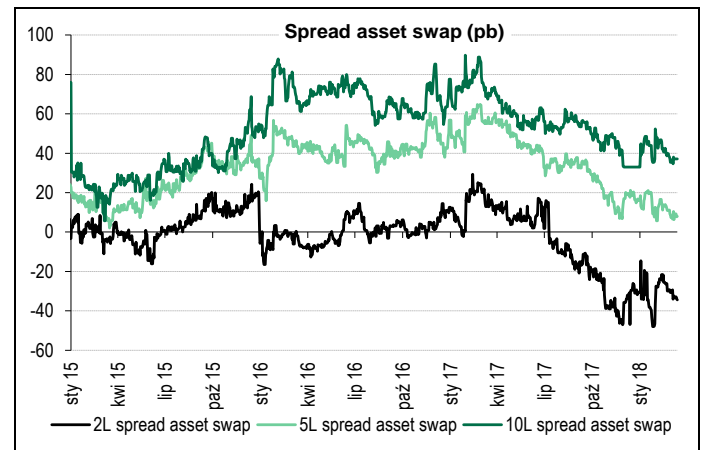
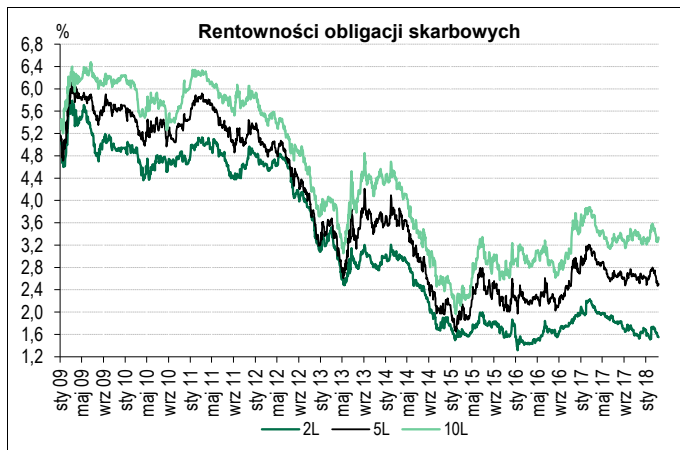
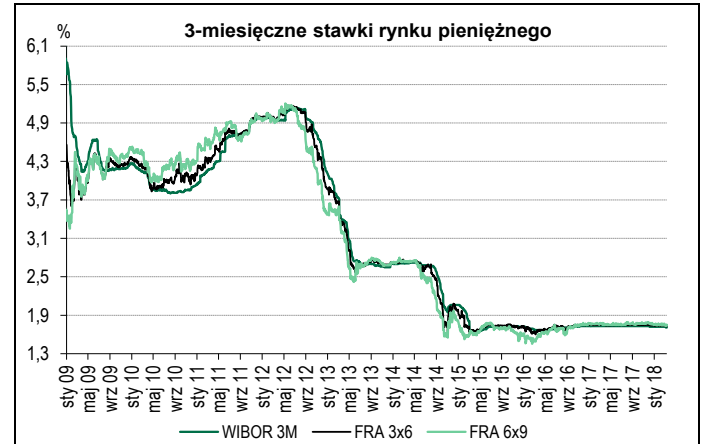
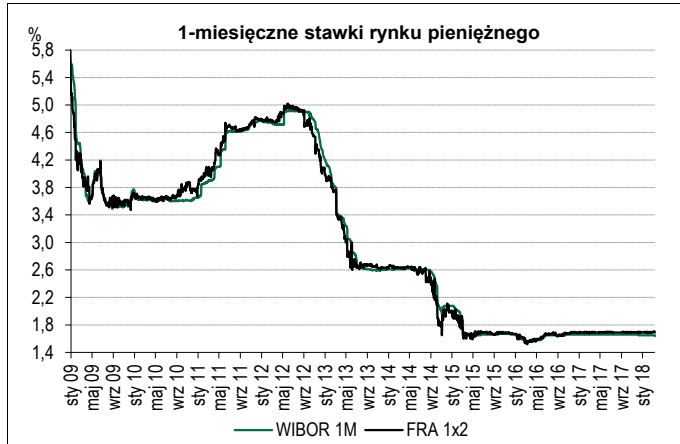
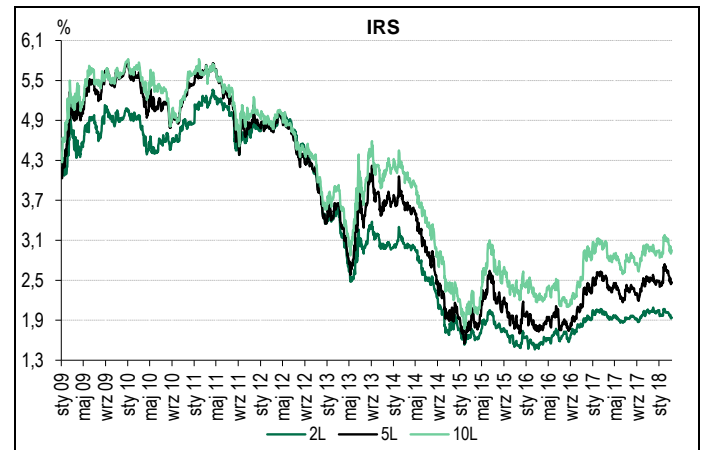
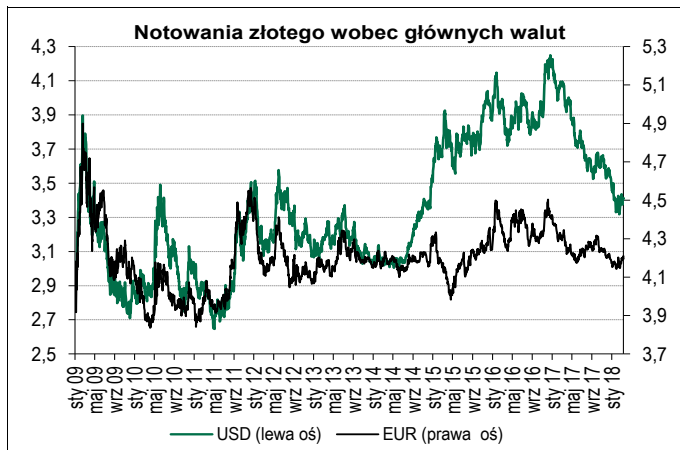
▪ Sądzymy, że w najbliższych tygodniach EURUSD może ponownie próbować przebić wsparcie na 1,22. W naszej ocenie, kurs jest za wysoko biorąc pod uwagę prawdopodobne podniesienie stóp przez FOMC 21 marca. Dodatkowo, ostatnie dane z Europy były słabsze niż w poprzednich miesiącach, podczas gdy silne wzrosty EURUSD z 2017 były w dużym stopniu napędzane trwającym ożywieniem w strefie euro. Co więcej, już teraz liczba kontraktów na umocnienie euro jest bardzo duża, więc przy obecnym wysokim poziomie kursu trudno może być o nowych inwestorów zakładających zwyżki. W naszej ocenie, EURUSD powróci do zwyżek pod koniec pierwszej połowy roku.

Czekając na węgierskie wybory

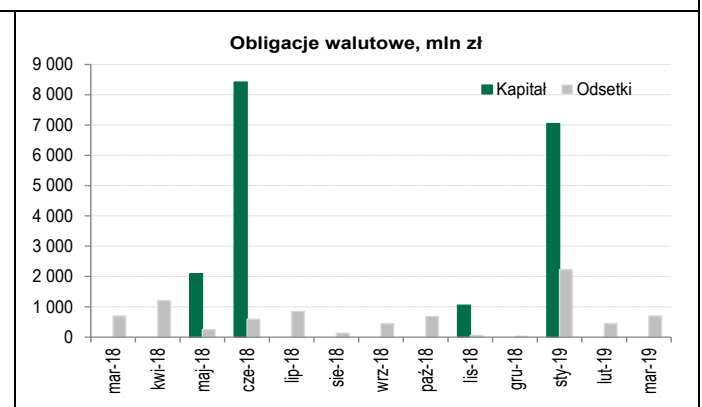
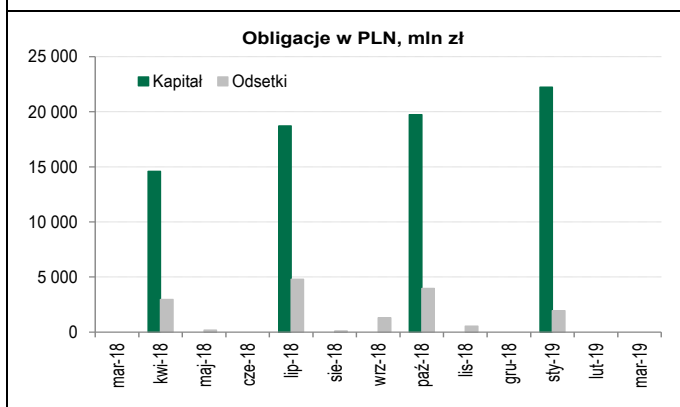
▪ W zeszłym miesiącu, forint i korona też były pod dużym wpływem podwyższonej awersji do ryzyka panującej na globalnym rynku. W efekcie, EURHUF odbił powyżej 314 ustanawiając nowe tegoroczne maksimum. EURCZK zbliżył się do 25,5 z 25,2 na początku lutego. USDRUB był dość zmienny – najpierw spadł do 55,53 z 58,8, ale szybko odbił do 57,3. Rubel był wrażliwy na notowania dolara, cen surowców i podwyżkę ratingu Rosji.

▪ Wydarzeniem najbliższych tygodni w regionie CEE będą wybory parlamentarne na Węgrzech zaplanowane na 8 kwietnia. Fidesz rządzi od 2008 i niewiele wskazuje, aby w najbliższych wyborach miał stracić parlamentarną większość. Sondaże wskazują, że rządząca partia może zdobyć nawet ponad 50% głosów, podczas gdy drugie ugrupowanie może liczyć na nieco poniżej 20%. W ostatnim czasie uwaga mediów skupiła się na przegranej kandydata Fideszu w lokalnych wyborach na burmistrza sugerując, że przewaga partii w wyborach parlamentarnych może być mniejsza niż sugerują sondaże. My nie oczekujemy niespodzianki i naszym zdaniem wynik wyborów będzie raczej neutralny dla rynku.

Monitor rynku



Spłaty kapitału i płatności odsetkowe



Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
19 marca PL: Produkcja przemysłowa (II) PL: PPI (II)	20 PL: Sprzedaż detaliczna (II)	21 US: Sprzedaż domów (II) US: Decyzja FOMC	22 PL: Podaż pieniądza (II) DE: Wstępny PMI – usługi (III) DE: Wstępny PMI – przemysł (III) EZ: Wstępny PMI – przemysł (III) EZ: Wstępny PMI – usługi (III) DE: Indeks Ifo (III)	23 PL: Rewizja ratingu przez Moody's PL: Stopa bezrobocia (II) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (II) US: Sprzedaż nowych domów (II)
26	27 HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (III)	28 US: Trzeci szacunek PKB (IV kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (II)	29 PL: Wstępny CPI (III) CZ: Decyzja banku centralnego US: Dochody osobiste (II) US: Wydatki konsumentów (II) US: Indeks Michigan (III)	30
2 kwietnia CN: PMI – przemysł (III) US: ISM – przemysł (III)	3 PL: PMI – przemysł (III) EZ: PMI – przemysł (III) DE: PMI – przemysł (III) CZ: Finalny PKB (IV kw.)	4 EZ: Wstępny CPI (III) US: Raport ADP (III) US: ISM – usługi (III) US: Zamówienia przemysłowe (II)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (II) DE: PMI – usługi (III) EZ: PMI – usługi (III) EZ: Sprzedaż detaliczna (II)	6 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Stopa bezrobocia (III) DE: Produkcja przemysłowa (II) DE: Produkcja przemysłowa (II)
9 DE: Eksport (II)	10 CZ: CPI (III) HU: CPI (III)	11 PL: Decyzja RPP US: CPI (III) US: Minutes FOMC	12 PL: CPI (III) EZ: Produkcja przemysłowa (II)	13 PL: Rewizja ratingu przez S&P PL: Bilans płatniczy (II) PL: Inflacja bazowa (III) US: Wstępny Michigan (IV)
16 US: Sprzedaż detaliczna (III)	17 DE: Indeks ZEW (IV) US: Rozpoczęte 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 PL: Sprzedaż detaliczna (III)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2018 roku

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

		lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18
PMI	pkt.	54,2	53,5	54,1	52,7	53,1	52,3	52,5	53,7	53,4	54,2	55,0	54,6	53,7	53,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,2	11,0	-0,5	9,2	4,4	6,2	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,6	6,7	3,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-5,3	17,1	4,4	8,3	11,6	19,8	23,6	15,3	20,2	19,9	12,8	34,7	28,1	18,0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,6	8,0
Stopa bezrobocia	%	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	7,5	7,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,8	3,7
Eksport (w euro)	% r/r	6,4	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,9	2,1	6,4	11,9	6,0
Import (w euro)	% r/r	10,5	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,7	10,9	12,1	12,0	5,7
Bilans handlowy	mIn EUR	-169	330	519	-83	-235	-172	162	466	321	150	-1268,0	-330	-202	400
Rachunek bieżący	mIn EUR	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	297	272	-1,152	1,889	-700	160
Rachunek bieżący	% PKB	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	0,9	-2,3	-0,9	-0,2	5,9	2,4	4,9	3,8	2,7	-2,4	-25,4	8,6	2,6	-0,4
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-1,4	3,8	1,5	0,3	-9,9	-4,0	-8,2	-6,4	-4,5	4,1	42,7	-20,6	-6,2	1,1
Inflacja (CPI)	% r/r	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,6	1,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	0,2	0,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	5,1	0,0
Zobowiązania	% r/r	7,7	7,3	6,1	5,7	4,5	4,6	5,0	5,0	5,3	4,2	4,1	4,5	4,7	5,0
Należności	% r/r	4,8	5,3	4,5	4,8	4,5	4,5	5,0	5,1	4,7	3,7	3,6	4,0	4,1	4,1
EUR/PLN	PLN	4,31	4,29	4,24	4,20	4,21	4,24	4,26	4,27	4,26	4,23	4,20	4,16	4,17	4,20
USD/PLN	PLN	4,05	4,02	3,96	3,80	3,75	3,68	3,61	3,59	3,63	3,60	3,55	3,41	3,37	3,45
CHF/PLN	PLN	4,04	4,01	3,95	3,85	3,87	3,83	3,74	3,73	3,69	3,63	3,60	3,55	3,61	3,63
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,71
Rentowność obligacji 2L	%	2,20	2,08	1,98	1,95	1,94	1,89	1,80	1,73	1,71	1,60	1,66	1,63	1,66	1,62
Rentowność obligacji 5L	%	3,15	3,02	2,87	2,79	2,61	2,65	2,65	2,61	2,69	2,62	2,63	2,68	2,72	2,62
Rentowność obligacji 10L	%	3,82	3,66	3,42	3,35	3,19	3,30	3,33	3,27	3,39	3,40	3,27	3,25	3,40	3,37

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	1798,3	1858,6	1982,3	2103,2	456,0	476,2	487,4	562,7	486,8	505,9	516,6	593,9
PKB	% r/r	3,8	2,9	4,6	4,3	4,1	4,0	4,9	5,1	4,9	4,4	4,1	3,9
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,2	4,9	4,5	3,9	5,5	3,9	6,1	5,1	4,4	4,2	4,2
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,9	4,8	4,9	4,7	4,9	4,8	4,9	5,0	4,9	4,8	4,7
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	6,4	7,3	4,2	6,3	8,4	6,0	6,6	7,8	5,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	-14,6	13,7	18,2	5,6	8,4	19,3	17,1	25,5	24,2	17,7	11,4
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	1,5	3,9	8,2	7,6	9,6	7,6	7,9	8,0	7,9	8,2	8,8	5,7
Stopa bezrobocia ^b	%	9,7	8,2	6,6	5,7	8,0	7,0	6,8	6,6	6,6	5,7	5,6	5,7
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,3	3,8	5,7	7,8	4,1	5,0	4,9	7,1	7,1	7,4	7,4	8,9
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	11,5	10,2	13,8	9,6	11,6	11,0	8,1	11,6	12,1	9,1
Import (w euro)	% r/r	5,0	2,7	13,1	11,3	15,5	13,5	9,4	13,9	9,8	12,7	13,4	9,5
Bilans handlowy	mIn EUR	2,213	2,935	508	-1,644	641	204	460	-797	-132	-322	-91	-1,099
Rachunek bieżący	mIn EUR	-2,405	-1,254	389	1,102	1,659	-799	112	-583	1,349	328	-735	160
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,6	-2,5	-1,9	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,6	2,0	2,0	2,0	1,8	1,9	2,2	1,8	2,1	2,1	1,8
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-0,5	0,8	2,1	1,8	2,0	1,5	2,2	2,1	1,8	2,1	2,1	1,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,3	-0,2	0,7	1,5	0,3	0,8	0,8	0,9	1,0	1,3	1,7	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,2	-0,2	2,9	1,5	4,4	2,8	2,8	1,7	0,3	1,8	2,2	1,8
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9,1	9,6	4,6	6,8	7,8	5,0	5,4	4,6	5,2	5,7	6,3	6,8
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,1	4,1	6,7	7,3	4,5	5,0	4,1	4,8	5,4	6,1	6,7
Należności ^b	% r/r	6,9	4,7	3,6	7,1	5,3	4,5	5,1	3,6	4,5	5,4	6,2	7,1
EUR/PLN	PLN	4,18	4,36	4,26	4,21	4,32	4,22	4,26	4,23	4,18	4,21	4,24	4,22
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,78	3,43	4,06	3,83	3,63	3,59	3,41	3,47	3,45	3,38
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,84	3,59	4,04	3,89	3,77	3,64	3,60	3,62	3,61	3,54
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	1,75	1,70	1,73	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,71	1,71	1,71
Rentowność obligacji 2L	%	1,70	1,63	1,88	1,65	2,10	1,96	1,81	1,66	1,64	1,58	1,65	1,72
Rentowność obligacji 5L	%	2,21	2,35	2,77	2,79	3,03	2,76	2,64	2,65	2,67	2,71	2,81	2,98
Rentowność obligacji 10L	%	2,69	3,04	3,42	3,42	3,72	3,32	3,30	3,35	3,34	3,38	3,47	3,50

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.03.2018 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	22 534 18 87
Marcin Luziński	22 534 18 85
Grzegorz Ogonek	22 534 19 23
Konrad Soszyński	22 534 18 86
Marcin Sulewski	22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

al. Jana Pawła II 17
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl