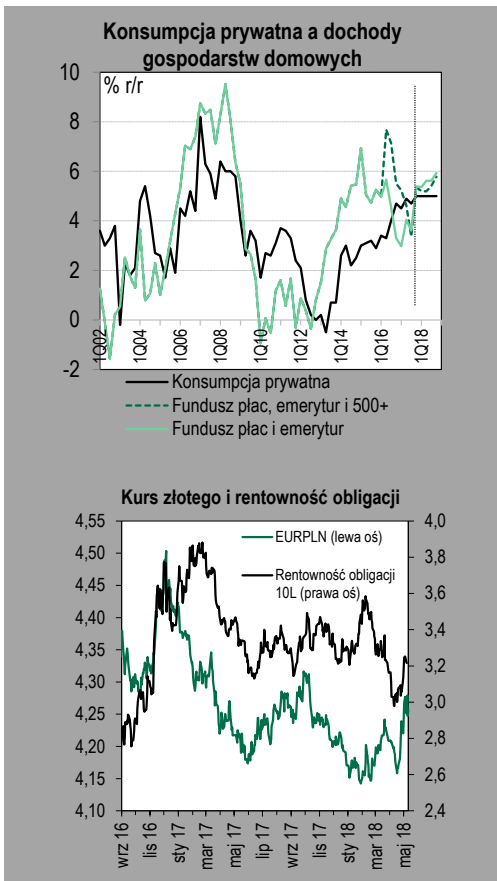


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2018

Zbawienna konsumpcja



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl

Maciej Reluga - główny ekonomista 22 534 18 88
 Piotr Bielski - dyrektor 22 534 18 87
 Marcin 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

■ Już tylko kilka dni dzieli nas od publikacji wstępnych danych o PKB w I kw. 2018 i nadal wierzymy, że tempo wzrostu utrzymało się blisko 5% r/r na początku 2018 r. Pojawia się coraz więcej sygnałów, że szczytowy punkt cyklu koniunkturalnego już minęliśmy (ostatnia rewizja danych o PKB pokazała wręcz, że szczyt miał miejsce wcześniej niż sądziliśmy – w III kw. a nie w IV kw. 2017), ale naszym zdaniem **perspektywy na najbliższe kwartały są wciąż umiarkowanie optymistyczne. Tegoroczne tempo wzrostu gospodarczego wyniesie ok. 4,3% r/r, czyli niewiele poniżej 4,6% z ub.r.**

■ Ożywienie inwestycji pod koniec 2017 r. okazało się dwukrotnie słabsze niż wynikało z wcześniejszych danych GUS (5,4% r/r zamiast 11,3% r/r) i wygląda na to, że inwestycje sektora prywatnego nadal stoją w miejscu. Na szczęście worki z pieniędzmi rozwiązały się na szczeblu władz lokalnych, czemu sprzyjają zbliżające się wybory samorządowe. To pozwala nam utrzymać prognozę tegorocznych inwestycji na poziomie niemal 7%. Jednocześnie otoczenie zewnętrzne, które jeszcze niedawno zdawało się być wyjątkowo sprzyjające dla polskiej gospodarki, obecnie zaczyna się zmieniać w nieco mniej korzystne – w danych europejskich widać sygnały słabości, a polski eksport w ostatnich miesiącach wyraźnie rozczarowuje. W efekcie, wkład eksportu netto do wzrostu PKB w dalszej części roku będzie zapewne negatywny. Dobra wiadomość jest taka, że nie ma powodów do obaw o konsumpcję prywatną. Dochody gospodarstw domowych rosną w szybkim tempie, rynek pracy jest rozgrzany, a optymizm konsumentów rekordowo wysoki. **Konsumpcja pozostanie najważniejszym motorem wzrostu gospodarczego już trzeci rok z rzędu.**

■ **Pomimo domkniętej luki popytowej, silnej konsumpcji i napięć na rynku pracy, nadal trudno dostrzec sygnały narastania presji inflacyjnej.** Nie dość, że krajowe wskaźniki inflacji bazowej pozostają nisko (0,7% r/r), to jeszcze bazowa miara HICP nieoczekiwanie spadła poniżej zera, a inflacja w usługach mocno wyhamowała. Takie dane z pewnością pozwolą Radzie Polityki Pieniężnej ze spokojem kontynuować podejście 'wait-and-see'. **Po okresie zaskoczeń niższą inflacją, kilka najbliższych miesięcy może przynieść wprawdzie odbicie – wyższe ceny ropy naftowej i słabszy złoty pchną CPI powyżej 2% przynajmniej na 2-3 miesiące.** Ale do zmiany gołębiego nastawienia banku centralnego potrzebny byłby znacznie silniejszy i bardziej trwały impuls. Nadal spodziewamy się stabilizacji stóp NBP przynajmniej do listopada 2019.

■ Perspektywy fiskalne również pozostają dość optymistyczne – dopóki wzrost gospodarczy jest solidny, a reguła wydatkowa obowiązuje, deficyt finansów publicznych w zasadzie nie ma jak wzrosnąć. Wstępne propozycje Komisji Europejskiej dot. nowego budżetu UE sugerują, że środki netto dla Polski będą mniejsze, ale za wcześnie aby powiedzieć dokładnie o ile. Negocjacje dot. nowego budżetu dopiero się zaczynają i upłynie jeszcze sporo czasu zanim poznamy końcowe liczby.

■ **Złoty ucierpiał bardziej niż większość innych walut rynków rozwijających się w czasie wyprzedaży z ostatnich tygodni.** Maj jest statystycznie niekorzystnym miesiącem dla polskiej waluty, ale krajowe dane w najbliższych tygodniach powinny być całkiem niezłe, co może pozwolić walucie na odrobienie części strat. Przestrzeń do spadku EURPLN mogą ograniczać liczne czynniki ryzyka geopolitycznego.

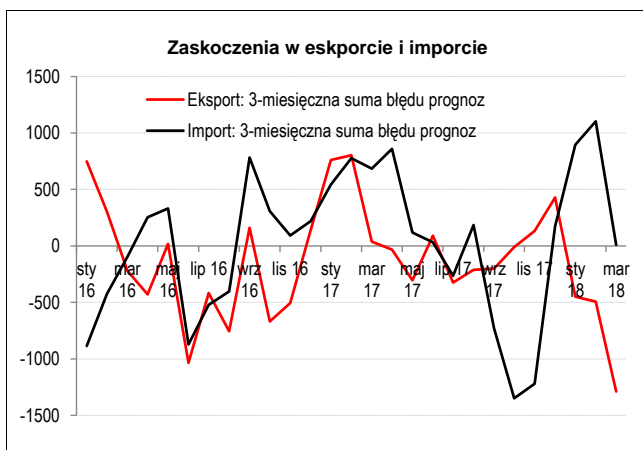
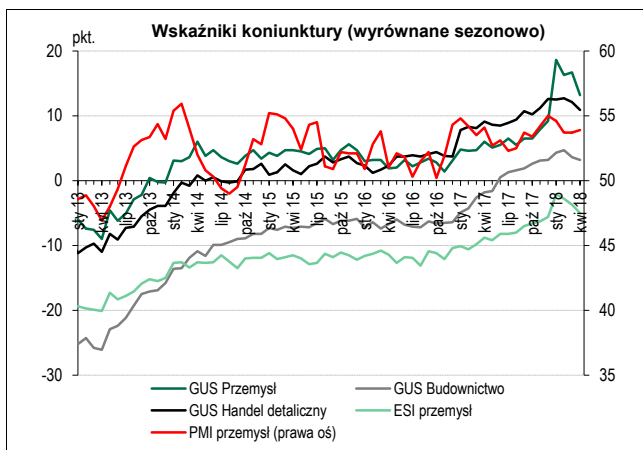
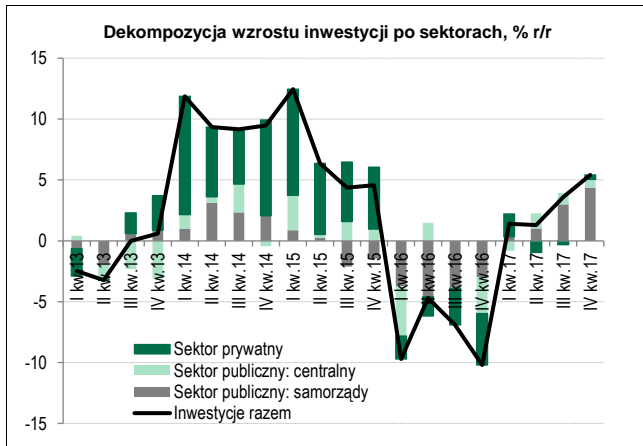
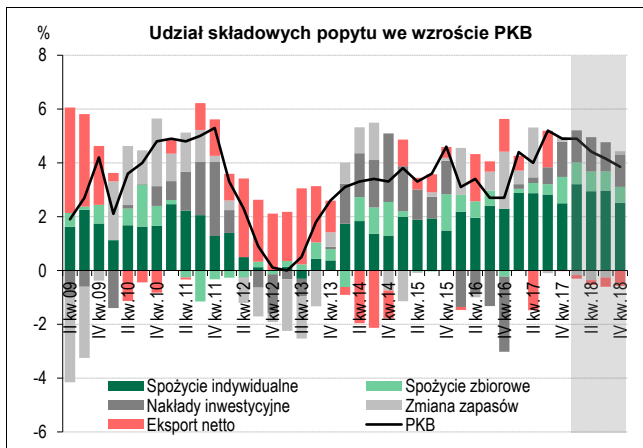
■ **Realizacja zysków po wcześniejszym umocnieniu i rosnące napięcia geopolityczne negatywnie wpłynęły na rynek długu w kwietniu i na początku maja, prowadząc do wyraźnego wzrostu rentowności.** Spodziewamy się odreagowania w najbliższych tygodniach, czemu powinny sprzyjać słabsze dane nt europejskiej inflacji i konsumpcji. Ryzykiem dla tego scenariusza jest dalszy wzrost cen ropy, który może podsyć oczekiwania inflacyjne.

Na rynku finansowym 10 maja 2018 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,70	EURPLN	4,2473
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,52	USDPLN	3,5773
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,23	CHFPLN	3,5643

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.05.2018 r.

Gospodarka Polski



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

W I kw. 2018 wzrost PKB wciąż bliski 5%...

W połowie maja GUS opublikuje wstępne dane o wzroście PKB w I kw. 2018 r. Spodziewamy się odczytu na poziomie 4,9%, bez zmian wobec IV kw. 2017 r. Naszym zdaniem struktura wzrostu będzie bardzo podobna jak ostatnio, z dominującą rolą konsumpcji prywatnej. Oczekujemy też dalszego odbicia wzrostu inwestycji, możliwe jest osiągnięcie dwucyfrowego odczytu.

Ostatnio GUS zrewidował dane o PKB, przyczynając wzrost inwestycji w IV kw. 2017 r. do 5,4% r/r z 11,3% r/r. To oznacza, że w 2017 r. poziom inwestycji był wciąż niższy niż w 2015 r. Rewizja dotyczyła głównie nakładów na budownictwo niemieszaniowe (co odjęło 7,6 punktu proc. od łącznego wzrostu inwestycji), budownictwo mieszkaniowe (+4,0 pp) oraz maszyny i systemy zbrojeniowe (-3,5 pp). Wzrost inwestycji został w zasadzie w całości wygenerowany przez sektor publiczny (+31,1% r/r), zwłaszcza samorządy, które były odpowiedzialne za 4/5 wzrostu inwestycji. Nakłady inwestycyjne w sektorze prywatnym wciąż były w stagnacji (+1,6% r/r).

Rewizja danych o inwestycjach w IV kw. 2017, pokazująca brak ożywienia w sektorze prywatnym nie jest zbyt dobrym prognozą na kolejne kwartały. Zwłaszcza, że dane ankietowe (np. Szybki Monitoring NBP, ankieta inwestycyjna ESI) nie sugerują odbicia w planach inwestycyjnych na 2018 r. W każdym razie jesteśmy dość optymistyczni jeśli chodzi o wzrost inwestycji na początku 2018 r. ze względu na silne tendencje w samorządach (dane za styczeń sugerują wzrost o ok. 65% r/r), niską bazą statystyczną i możliwe przesunięcia w wydatkach rządowych.

... ale spowolni w kolejnych kwartałach

Ostatnia rewizja PKB pokazała, że szczytowy punkt koniunktury wypadł na III kw. 2017 r i naszym zdaniem wzrost gospodarczy będzie dalej spowalniał, do ok. 4% r/r na koniec roku. Konsumpcja prywatna będzie rosła w mocnym tempie, wspierana przez rynek pracy i optymizm konsumentów, ale naszym zdaniem inwestycje będą spowalniać w drugiej połowie roku pod wpływem braku mocy produkcyjnych w budownictwie. Eksport również spowolni pod wpływem rozczarowujących sygnałów z gospodarki europejskiej.

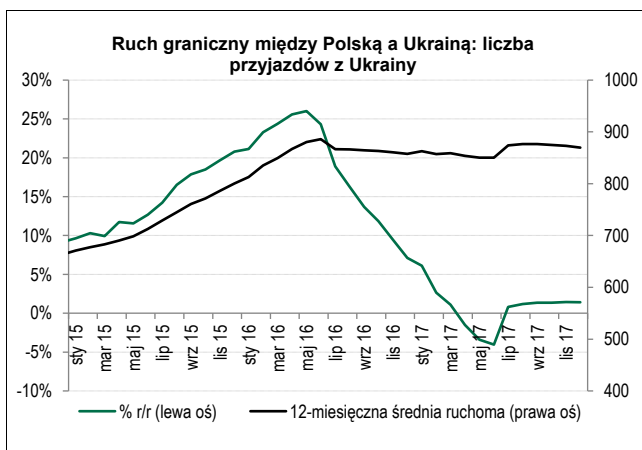
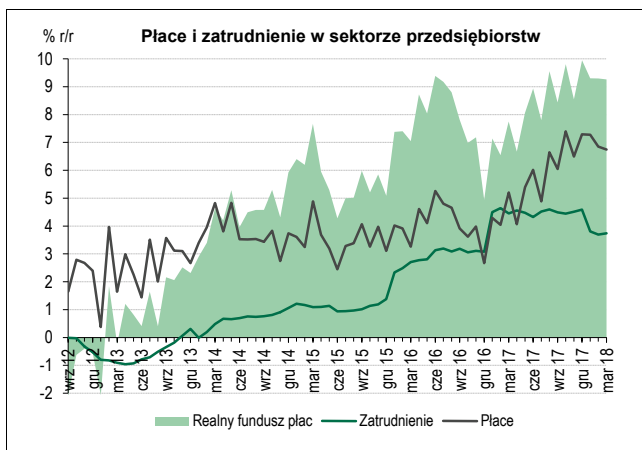
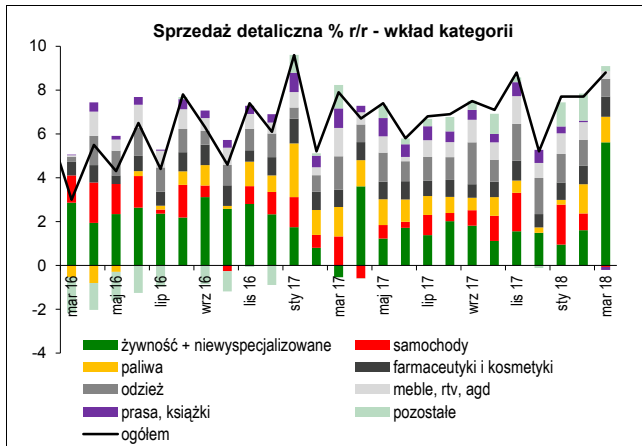
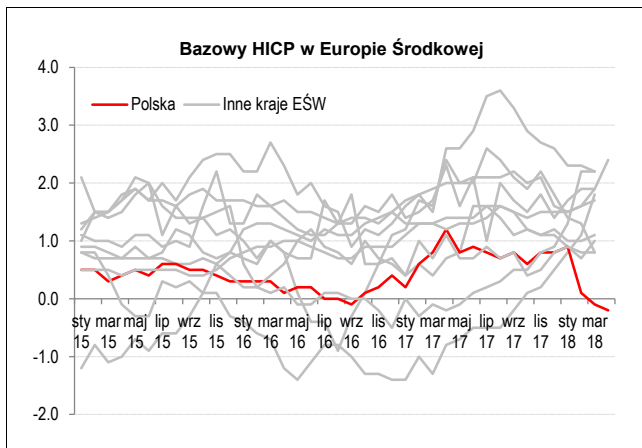
Wskaźniki wyprzedzające sugerują spowolnienie. Kwietniowe wskaźniki GUS wskazały na pogorszenie ocen sytuacji w przetwórstwie, budownictwie i handlu. Obniżyły się wszystkie subindeksy dla przetwórstwa i budownictwa, w tym te dotyczące portfela zamówień, produkcji i sytuacji finansowej. W handlu obniżono oceny sprzedaży oraz prognozy popytu, zatrudnienia i sprzedaży. W dalszym ciągu rosły trudności w znalezieniu pracowników. Wskaźniki ESI również poszły w dół dla głównych sektorów. W zasadzie tylko indeks PMI wybrał inną i wzrósł nieznacznie, do 53,9 pkt.

Eksport i przemysł sugerują słabszy popyt zagraniczny

W lutym deficyt obrotów bieżących wyniósł ok. 1 mld €, wyraźnie wyżej niż oczekiwania rynkowe (0,3 mld €). Źródłem niespodzianki był przede wszystkim słaby eksport, który urosł o 5,7% r/r i był o ok. 0,5 mld € niższy niż konsensus. Co więcej, eksport zaskakuje w dół już od trzech miesięcy, a suma odchyłań od konsensusu dla tej zmiennej jest wyraźnie wyższa niż w 2016 i 17 r., co pokazuje, że ścieżka eksportu w 2018 r. jest znacząco poniżej dotychczasowych oczekiwań analityków rynkowych. Najbardziej rozczarowujące wyniki zarejestrowano w eksporcie środków transportu i towarów pośrednich, czyli sektorów będących częścią globalnych łańcuchów produkcyjnych i najbardziej skorelowanych z koniunkturą światową.

Produkcja przemysłowa zaskoczyła swoją słabością w marcu, odnotowując wzrost o 1,8% r/r, przy czym sektor energetyczny wniósł do wzrostu aż 1,2 pp, podczas gdy inne były w stagnacji. Najbardziej rozczarowujące wyniki zarejestrowano w sektorach o dużym udziale wysyłki za granicę (elektronika, maszyny i urządzenia). Biorąc pod uwagę ostatnie słabe dane o niemieckiej produkcji, eksporcie, zamówieniach i wskaźnikach wyprzedzających, perspektywy polskiego eksportu są słabsze niż oczekiwano.

Gospodarka Polski

**Inflacja bazowa zaskakuje w dół**

Wstępny odczyt inflacji za kwiecień wyniósł 1,6% r/r wobec 1,3% w marcu. Za przyspieszenie odpowiadały składniki niebazowe. Wkład cen żywności do CPI wzrósł do ok. 1pp z 0,9 pp poprzednio. GUS odnotował też wzrost cen paliw o 2,8% m/m. Nasz szacunek inflacji bazowej wynosi 0,6-0,7% r/r, czyli niewielką zmianę wobec 0,65% z marca. Zakładamy, że inflacja bazowa wkrótce rozpocznie stopniowy wzrost, prowadzące ją prawdopodobnie powyżej 1,5% r/r w tym roku. Naszym zdaniem, CPI będzie rosnąć w kolejnych miesiącach a w połowie roku przekroczy na pewien czas 2% r/r, by opaść do ok. 1,8% na koniec 2018 r.

Jednakże, zachowanie miar inflacji bywa ostatnio zagadkowe. O ile analitycy powszechnie spodziewali się wzrostu presji cenowej, zwłaszcza inflacji bazowej pod wpływem rosnących kosztów pracy, to w rzeczywistości wskaźniki inflacji wskazywały raczej na spowolnienie lub nawet spadek. Polski HICP bez cen energii, żywności, alkoholu i tytoniu ześlizgnął się w marcu poniżej zera, co stoi w jawnej sprzeczności z tendencjami w innych gospodarkach Europy Środkowej. Podobne zdarzenia miały miejsce w przypadku inflacji cen usług, sektor szczególnie podatny na zmiany kosztów pracy. CPI w tej kategorii obniżył się do 0,7% r/r w marcu z ponad 2% uprzednio. Głównymi winowajcami są spadki cen ubezpieczeń samochodowych i turystyki zorganizowanej, ale nawet biorąc to pod uwagę presja inflacyjna jest wyraźnie niższa niż oczekiwaliśmy.

Zakaz handlu zmienił strukturę sprzedaży detalicznej

Sprzedaż detaliczna przyspieszyła w marcu do 8,8% r/r z 7,7% r/r w lutym. Motorem napędowym była żywność (wzrost o 13,8% r/r – najszybciej od ponad roku) i sprzedaż w sklepach niewyspecjalizowanych (17,4% r/r – najszybciej od ponad 2 lat). Niewątpliwie wsparciem dla tych kategorii była Wielkanoc, ale nawet po uwzględnieniu efektu tego święta dane robią wrażenie (dodały 5,6 pkt. proc. do sprzedaży wobec 3,6 pp w kwietniu 2017 r.), co każe nam sądzić, że zakaz handlu w niedzielę, wprowadzony 1 marca, miał pozytywny wpływ na sprzedaż w tych kategoriach. Widocznie konsumenci ruszyli do sklepów w inne dni, żeby zdobyć pełne zaopatrzenie w produkty pierwszej potrzeby na niedziele.

Wyniki w innych kategoriach były z kolei słabe. O ile słaba pogoda wpłynęła na sprzedaż odzieży, a efekt dni roboczych obniżył sprzedaż samochodów, to naszym zdaniem za mizerną sprzedaż w innych kategoriach (np. meble, rtv, agd) odpowiadać mógł właśnie zakaz handlu. Ogólnie, uważamy, że zakaz handlu miał neutralny lub lekko ujemny wpływ na sam wzrost sprzedaży, ale spowodował istotne przesunięcia w jej strukturze.

Płace nie przyspieszyły, ale na rynku pracy wciąż ciasno

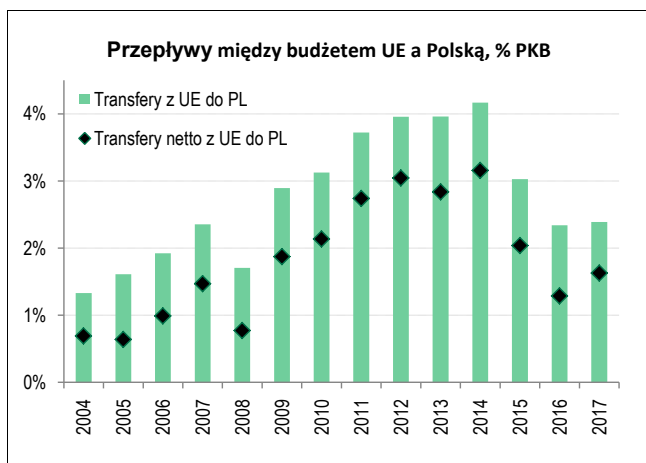
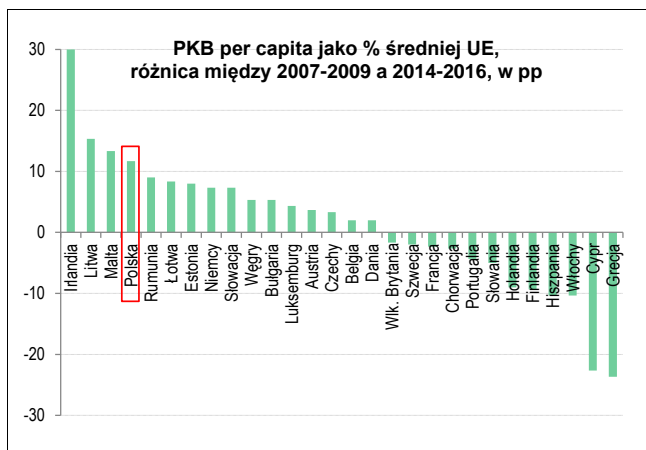
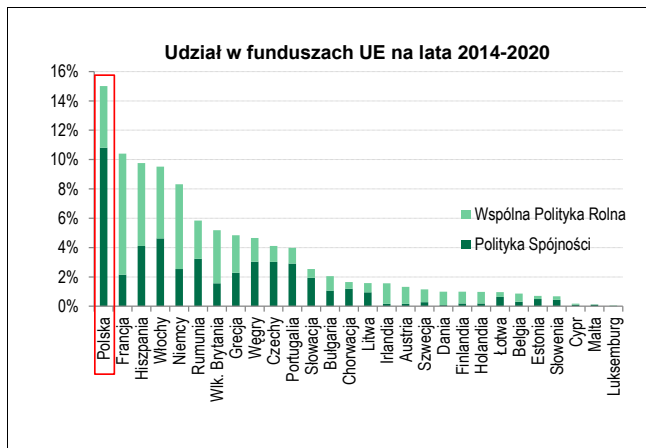
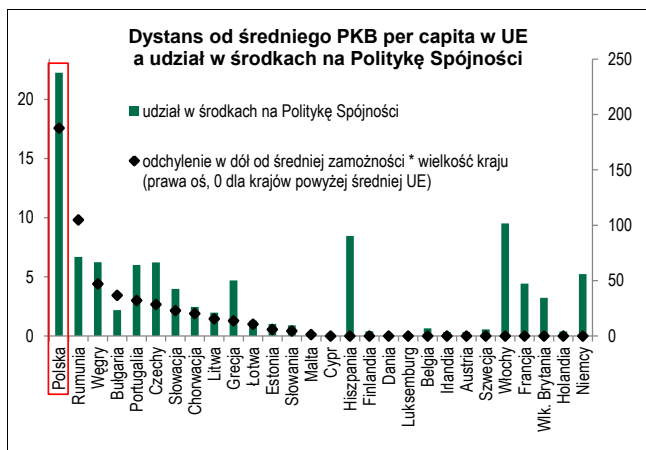
Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw pozostała w marcu poniżej 7% r/r (6,7% wobec 6,8% w lutym). W marcu na niekorzyść działały efekty kalendarzowe. Liczba dni roboczych była o jeden niższa niż w marcu 2017 r., podczas gdy luty miał tyle samo dni roboczych co rok temu. Negatywnie zadziałał też efekt Świąt (czas przygotowań świątecznych przypadł na marzec, a zwykle prowadzi do zmniejszenia aktywności gospodarczej i potencjalnie mniejszych wypłat w systemie akordowym). Dlatego też, z uwagi na efekty kalendarzowe, marcowego wyniku nie traktujemy jako faktycznego osłabienia dynamiki płac.

Choć marcowy wynik jest niższy niż oczekiwaliśmy, wciąż zakładamy, że napięcia na rynku płacy powinny prowadzić do przyspieszenia w płacach w kolejnych miesiącach a problemy z zapewnianiem wakatów w naszym odczuciu się wciąż nasilają. Jak już wielokrotnie wspominaliśmy, krajowe zasoby siły roboczej już się praktycznie wyczerpały. Ponadto, dane nt ruchu granicznego z Ukrainą sugerują, że napływ pracowników z tego kraju już nie przyspiesza, skłaniając pracodawców do poszukiwań chętnych w innych krajach.

Wzrost zatrudnienia ustabilizował się na poziomie 3,7% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. Podaż pracy wydaje się być na wyczerpaniu i to z czasem uniemożliwi dalszy wzrost w tym tempie.

Źródła: GUS, Eurostat, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



Źródła: NBP, Eurostat, Komisja Europejska, BZ WBK

Co dla Polski w budżecie UE po 2020 roku

▪ Według projektu Komisji Europejskiej, budżet UE na lata 2021-2027 wyniesie 1,279 bln € (1,11% dochodu narodowego brutto) – nominalnie więcej niż budżet 2014-2020 pomimo Brexitu. Na pierwszy rzut oka to dobra wiadomość dla Polski, największego beneficjenta netto obecnego budżetu. Dokładniejsze przyjrzenie się pokazuje co innego.

▪ Przede wszystkim, te części budżetu z których Polska najbardziej korzysta zostaną okrojone: polityka spójności dostanie realnie 7% mniej (a może 12% według innych źródeł) niż w budżecie 2014-2020 a Wspólna Polityka Rolna 5% (a może nawet 20%) mniej. Nie znamy szczegółów, ale skala redukcji raczej nie będzie równomierna między krajami – komisarz ds. rolnictwa Phil Hogan powiedział, że płatności bezpośrednie będą obniżone o 3,9% dla większości krajów, ale dla Polski o mniej niż 1%, a kraje nadbałtyckie dostaną więcej o ok. 13%.

▪ Po drugie, udział Polski w zmniejszonej puli środków prawdopodobnie będzie niższy. Wg propozycji KE, dystrybucja 80% funduszy Polityki Spójności wciąż będzie oparta o względną zamożność (relację regionalnego PKB per capita do średniej UE) – a Polska poczyniła znaczne postępy w tym zakresie (przez co może dostać mniej wsparcia). Nowe kryteria zdecydują o podziale pozostałych 20%: m.in. bezrobocie wśród młodzieży, poziom wykształcenia, zmiany klimatyczne, środowisko, co może jeszcze bardziej obniżyć udział Polski. Co więcej, zakres polityki spójności będzie rozszerzony, np. przez wsparcie dla migrantów (których Polska nie chce przyjmować, kwestionując politykę migracyjną UE).

▪ Po trzecie, wzrost relatywnej zamożności Polski oznacza wyższą składkę do (większego) budżetu UE, co jeszcze bardziej zmniejszy korzyści netto niż pokazuje sama strona wydatkowa.

▪ Komisja chce też uruchomić nowe programy w następnym budżecie, skupione na wsparciu krajów strefy euro oraz kandydatów do niej (a Polska nie ma klarownych planów co do przyjęcia euro), co jest kolejnym zapisem w dokumentach KE mogącym obniżyć udział Polski przy podziale środków. Szczegóły proponowanej alokacji środków między kraje mają być ogłoszone między 29 maja a 12 czerwca.

▪ Ponadto, KE zaproponowała powiązanie wypłatę funduszy UE z praworządnością. „Proponowane narzędzia umożliwią Unii zawieszanie i zmniejszanie finansowania ze środków UE lub ograniczenia dostępu do niego w sposób proporcjonalny do charakteru, wagi i skali braków w zakresie praworządności”. Wniosek nałożenia kary składać ma Komisja, a Rada UE będzie go mogła odrzucić kwalifikowaną większością głosów, tzn. jeśli w miesiąc nie uzbera się taka większość to sankcje zostają uruchomione. Co ważne, w komunikatach wyjaśniających tę warunkowość KE wyraźnie odcina się od Artykułu 7 (i całej Procedury Praworządności w obecnym kształcie): „Nie ma obecnie żadnego podobnego programu (...) są pewne narzędzia, ale nie zorientowane na sytuacje gdy wdrożenie środków UE mogłoby być zagrożone”. Obecna procedura, w ramach której uruchomiono Artykuł 7 wobec Polski w grudniu, wydawała się nieskuteczna w nakłanianiu kraju do stosowania się do wspólnych wartości UE a samo stwierdzenie naruszenia praworządności zajmowało lata.

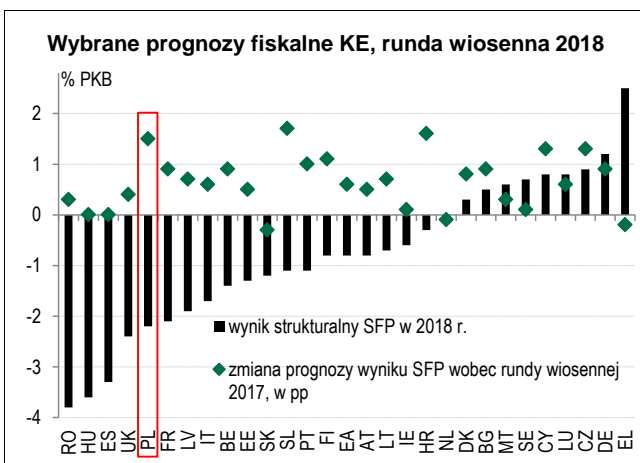
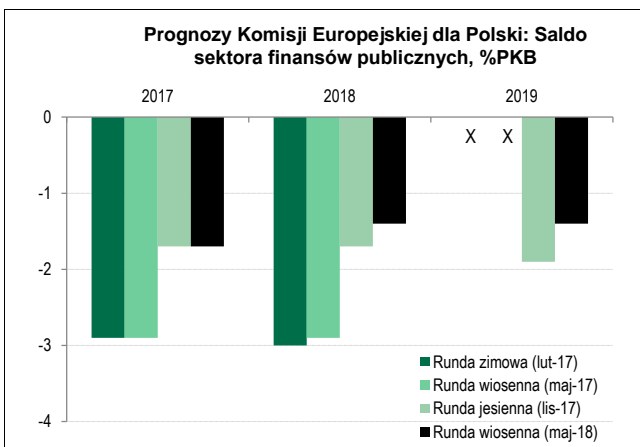
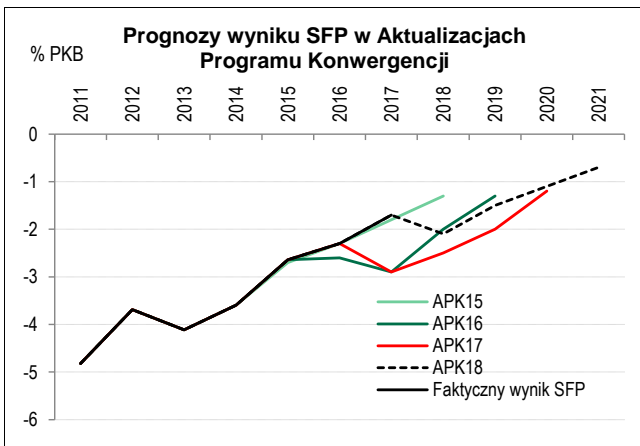
▪ Choć KE podkreśliła, że nowe regulacje nie są wymierzone w żaden konkretny kraj, przykładowa lista działań, które kwalifikowałyby się pod sankcje wygląda jak wyjęta z korespondencji KE z Polską opisującej sytuację i zmiany w polskim sądownictwie (i na Węgrzech). Vera Jourova, komisarz ds. sprawiedliwości, stwierdziła, że gdyby nowe zasady już obowiązywały, teoretycznie możliwe byłoby uruchomienie procedury zamrożenia bądź ograniczenia środków dla Polski.

▪ Agencje S&P i Fitch stwierdziły, że prawdopodobne zmniejszenie środków UE dla Polski po 2020 i ryzyka związane z warunkowością nie są podstawą do obniżki ratingu.

Pod lupą: polityka fiskalna

Główne założenia Aktualizacji Programu Konwergencji 2018 (%r/r)

	2018	2019	2020	2021
Realny PKB	3,8	3,8	3,7	3,6
Konsumpcja prywatna	3,8	3,5	3,5	3,5
Inwestycje	9,1	8,4	6,4	5,7
CPI	2,3	2,3	2,5	2,5
Wydatki SFP ogółem	9,3	4,8	4,2	3,0
Dochody SFP ogółem	7,8	6,4	5,1	4,2



Źródła: GUS, Ministerstwo Finansów, Komisja Europejska, BZ WBK

Aktualizacja Programu Konwergencji

- Najnowsza wersja Programu Konwergencji zakłada w zasadzie płaską ścieżkę PKB – 3,8% w 2018 i 2019 r., co naszym zdaniem jest dość konserwatywnym założeniem. Inwestycje mają wzrosnąć z 18,6% PKB w tym roku do 20,3% w 2021 r., co przyspieszy potencjalny wzrost PKB do 3,5%. Głównym motorem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, wspierana optymizmem konsumentów oraz sytuacją rynku pracy. Program zakłada dalsze przyspieszenie wzrostu płac w sektorze prywatnym oraz podwyżki w sektorze publicznym – równie inflacji, która z kolei jest oczekiwana na poziomie 2,3% w 2018 r. (wobec naszej prognozy 1,8%). Ścieżka inflacji wydaje się w zasadzie jedynym założeniem, gdzie rząd naszym zdaniem jest zbyt optymistyczny, a ma to też przełożenie na prognozy wpływów podatkowych oraz funduszu świadczeń społecznych w związku z indeksacją. Pomimo starzenia się społeczeństwa, rząd zakłada wzrost stopy aktywności zawodowej oraz wzrost zatrudnienia (o 0,7% w tym roku, 0,2% w latach 2019-2020) przy spadku stopy bezrobocia BAEL z 4,2% w 2018 r. do 3,3% w 2021 r.

- Program zakłada wzrost wydatków publicznych spójny z regułą wydatkową – do 42,3% PKB w 2018 r. i potem poniżej 40% w 2021 r. Wsparciem dla wpływów będą nowe działania nacelowane na zwiększenie ściągłości VAT. Wpływy mają wzrosnąć z 39,6% PKB w 2017 r. do 40,2% w tym i 40,3% w 2019 r., a potem spaść w relacji do PKB. Deficyt strukturalny (tj. oczyszczony z efektów cyklu koniunkturalnego i działań dyskrecjonalnych) jest szacowany na 2,8% PKB w 2018 r. (wobec 2,1% w 2017 r.) i 1,3% w 2021. W ujęciu nominalnym deficyt sektora finansów publicznych ma być nawet niższy i wynieść 2,1% PKB w 2018 r., a potem spaść do 0,7% PKB w 2021 r. – przy założeniu braku spowolnienia wzrostu. Dopóki reguła wydatkowa będzie przestrzegana, dopóty deficyt pozostanie pod kontrolą, nawet w latach wyborczych 2018-2020.

- Wg Programu Konwergencji, luka VAT obniżyła się z 25% potencjalnych wpływów w latach 2012-2015 do 20% w 2016 r. i 14% w 2017 r. i wynosi 25 mld zł. Wzrost ściągłości przyniósł w 2017 r. 10,8 mld zł. Kolejne działania mają przynieść dodatkowo 10,6 mld zł w 2018 r. i 5,9 mld zł w 2019 r.

- Dokument nie zakłada powrotu do przedkryzysowych stawek VAT w latach 2018-2021. Nie ma także śladu zniesienia limitu składek na ubezpieczenie społeczne, uwzględniono natomiast wyliczenia związane z wprowadzeniem Pracowniczych Planów Kapitałowych. Program zakłada podwyżkę stóp procentowych o 25 pb w 2019 r., o 50 pb w 2020 r. i 2021 r. EURPLN założono na stałym poziomie 4,15.

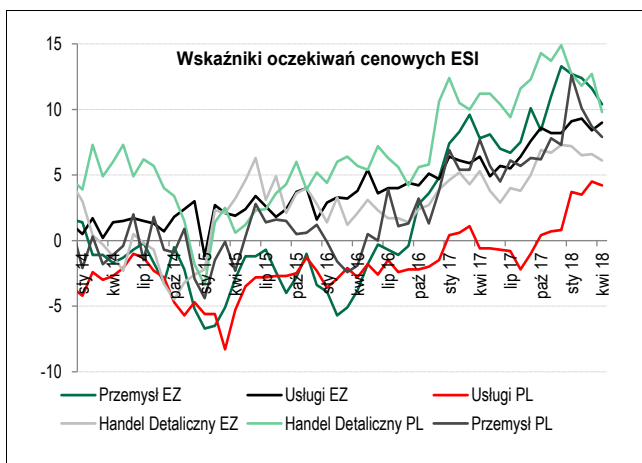
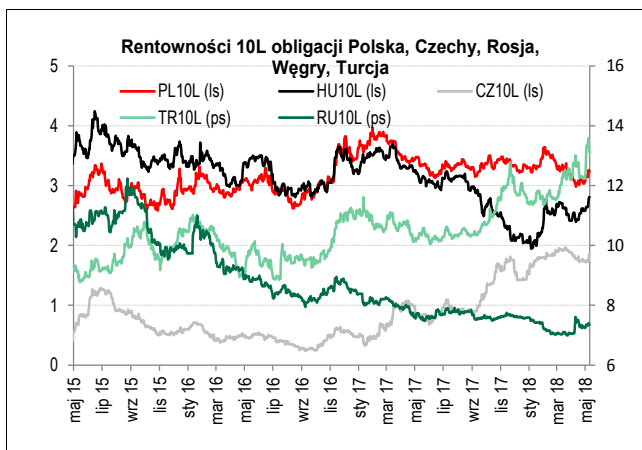
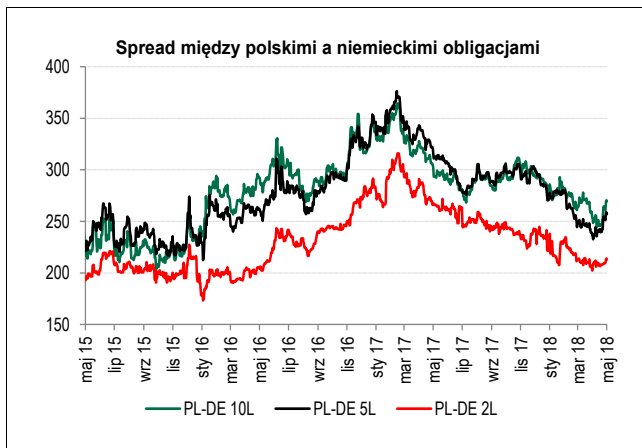
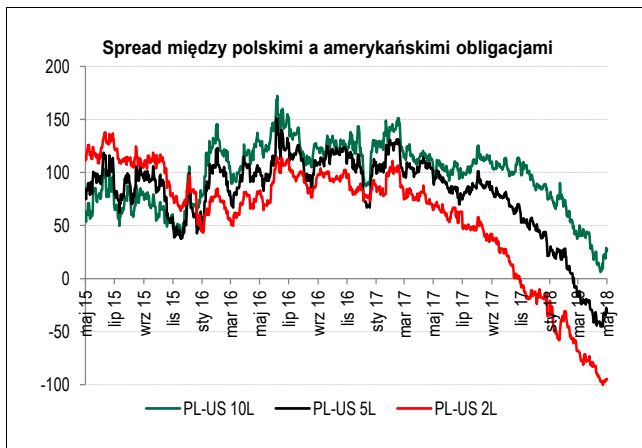
Komisja optymistyczna co do perspektyw fiskalnych Polski

- Wiosenna edycja prognoz Komisji Europejskiej pokazała kolejną rewizję w dół prognoz krajowego deficytu do 1,4% PKB z 1,7% w 2018 i 2019 r. Co ciekawe, w 2018 i 19 KE oczekuje deficytu strukturalnego 2,2% PKB wobec 2,3/2,5% w edycji jesiennej, co oznacza, że jest bardziej optymistyczna niż polski rząd. Jeszcze ciekawsze jest to, że prognozy KE opierają się na założeniu obniżki stawek VAT po 2018 r.

- Tylko dla dwóch państw z całej Unii prognozą deficytu na 2018 r. obniżono mocniej w wiosennej edycji. Mimo to, wg KE, deficyt strukturalny Polski będzie piątym najwyższym w UE w 2018/19 r.

- Według Komisji, nowe plany rządowe generują ryzyko w górę dla prognoz deficytu (np. niższy CIT dla małych firm, większe środki na drogi, wyprawki dla uczniów, co naszym zdaniem będzie kosztowało ok. 4,5 mld zł rocznie czyli 0,2% PKB – więcej na ten temat w naszym [Komentarzu](#)). Źródłami niepewności w prognozie jest planowany wzrost ściągłości podatków i realizacja planów inwestycji publicznych. Komisja ostrzegła, że braki siły roboczej mogą ujemnie wpłynąć na działalność inwestycyjną.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Globalna wyprzedaż wypchnęła rentowności w górę

Na przestrzeni ostatnich 4-5 tygodni obserwowaliśmy korektę po marcowym rajdzie krajowych obligacji. U źródeł korekty leżało kilka czynników. W połowie kwietnia wyprzedaż została uruchomiona przez realizację zysków po ogłoszeniu informacji o podniesieniu przez S&P perspektywy ratingu Polski do pozytywnej (przy jednoczesnym utrzymaniu ratingu na poziomie BBB+). W kolejnych tygodniach wzrost napięcia geopolitycznego (w relacjach Chiny-USA i Iran-USA), i będące tego konsekwencją umocnienie dolara, niekorzystnie wpływało na dług krajów rozwijających się. Wskutek tego rentowności krajowych obligacji rosły dość gwałtownie. Przyspieszenie tego procesu nastąpiło na początku maja, kiedy to rynek wystraszył się zapowiedzi prezydenta Trumpa o wycofaniu się USA z porozumienia nuklearnego z Iranem. W reakcji na to krajowa krzywa przesunęła się w górę o ok. 20 pb. w segmencie 5-10L, podczas gdy krótki koniec krzywej pozostawał względnie stabilny wahając się w zakresie ± 3 pb. Jednocześnie nastąpił wzrost spreadów polskich 10-latków ponad 10L obligacje niemieckie i amerykańskie oraz wzrost spreadów asset swap.

Dane z Europy wzmocnią krajowy dług ...

W perspektywie najbliższych 4-5 tygodni spodziewamy się powolnego spadku dochodowości krajowych papierów dłużnych, w szczególności segmentu 5-10L. Sprzyjać temu procesowi powinno odraogowanie po szoku wyprzedażowym na rynkach (który było pochodną umocnienia dolara oraz napięć na linii Iran-USA). W związku z tym sądzimy, że w perspektywie pierwszej dekady czerwca dojdzie do obniżenia dochodowości papierów 10L w okolice 3,10-3,15%, zaś 5L w okolice 2,35-2,40%. Proces ten będzie wspierany przez oczekiwane słabsze dane z sektora sprzedaży detalicznej Eurostrefy (wskazują na to ostatnie odczyty PMI-handel detaliczny czy dane ESI) oraz spodziewane przez nas niższe wartości wskaźników PMI dla krajowego sektora przemysłowego. Jednocześnie zawarte w ankietach koniunktury sektora przemysłowego oraz sektora sprzedaży detalicznej wskaźniki oczekiwań cen pozwalają spodziewać się lekkiego wyhamowania presji cenowej, co powinno pozytywnie wpływać na rynek stopy procentowej.

Większy niż przewidywany przez nas 10-15 punktowy ruch dochodowości w dół może być ograniczany przez część danych krajowych. Większość z „twardych” danych z kraju powinno pokazać lepsze niż ostatnio widziane wyniki. W przypadku niektórych z nich może być to efekt komponentu sezonowego (np. dane o produkcji przemysłowej), to ogólny wydzźwięk danych krajowych powinien być pozytywny. W dalszym ciągu spodziewamy się mocnych odczytów z rynku pracy, co powinno budować oczekiwania na solidny wzrost konsumpcji i tym samym ograniczać perspektywę dla poważniejszych spadków dochodowości. Elementem ryzyka dla tego scenariusza jest dalszy wzrost cen ropy naftowej (z przyczyn geopolitycznych). Jego realizacja może znaleźć odzwierciedlenie w korekcie w górę oczekiwań cenowych przedsiębiorstw z sektora przemysłowego i handlu detalicznego i w konsekwencji w negatywnej reakcji na to rynku stopy procentowej. Jednak ze względu na kalendarz publikacji danych koniunktury, tego rodzaju reakcja może pojawić się raczej w końcu miesiąca.

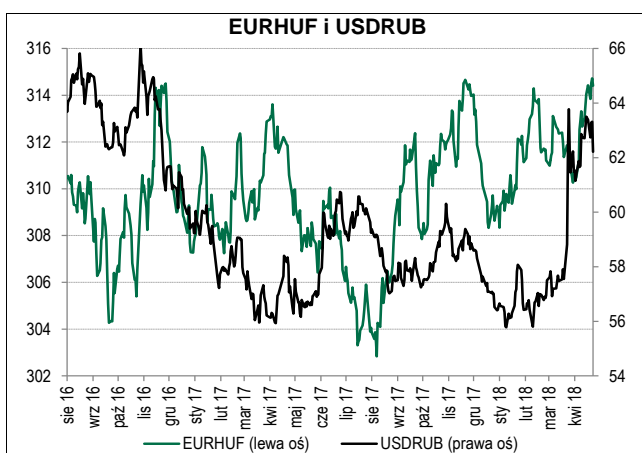
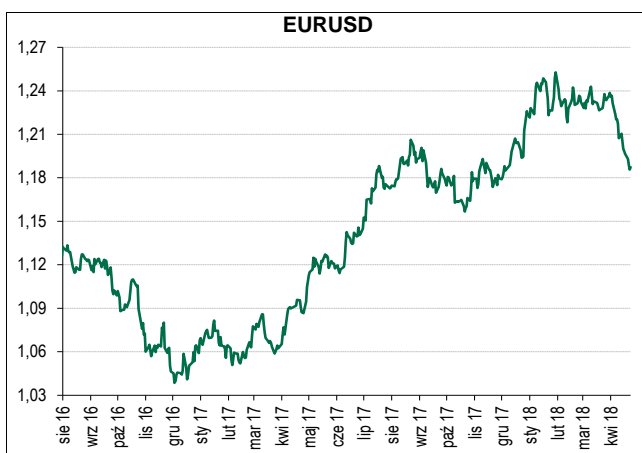
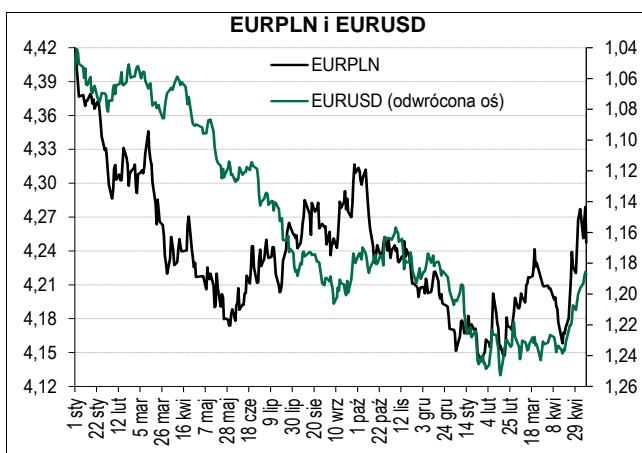
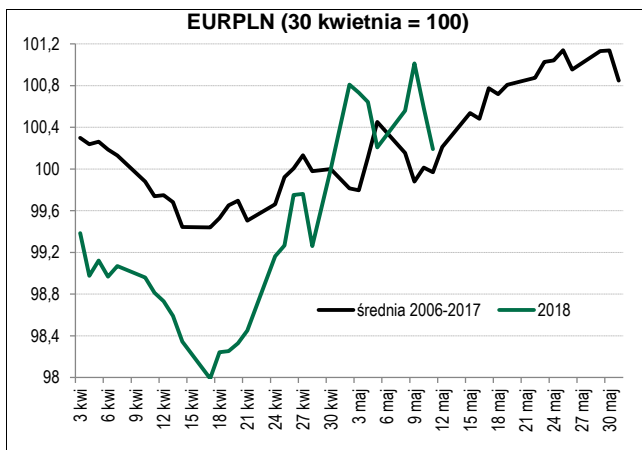
... ale tylko przejściowo

W perspektywie kolejnych miesięcy spodziewamy się powolnej stabilizacji wycen długu, zaś w począwszy od połowy III kw. ich wyraźniejszego wzrostu. Scenariusz ten wspierać powinny rosnące odczyty krajowej inflacji. Ponadto negatywnie na obligacje działać będzie korektora w górę oczekiwań dotyczących wzrostu podaży długu w drugiej połowie roku w związku ze spodziewanymi wyższymi (zdaniem Ministerstwa Finansów) potrzebami wydatkowymi budżetu oraz oczekiwaniami na zakończenie skupu aktywów przez EBC we wrześniu. Mimo to nie sądzimy, by w perspektywie końca III kw. br. rentowności papierów 10L mogły trwale wzrosnąć powyżej poziomu 3,30%.

Planowane aukcje

W maju planowana jest jedna regularna aukcja długu, która ma odbyć się 24 maja. Ministerstwo zamierza sprzedać na niej papiery serii OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528, w kwocie między 3 a 6 mld PLN.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Zmienny złoty

▪ Ostatnie tygodnie przyniosły kolejną falę deprecjacji złotego. Na początku kwietnia krajowa waluta zyskiwała dzięki pozytywnym danym o sytuacji fiskalnej i nieoczekiwanej podwyżce perspektywy polskiego ratingu przez S&P. Później EURPLN rósł na fali realizacji zysków, niskiej płynności w majowy weekend i umocnienia dolara. W efekcie, EURPLN odbił gwałtownie do 4,30 z 4,15, a USDPLN do 3,63 z 3,35.

▪ W trakcie fali osłabienia walut z rynków wschodzących z początku maja, złoty radził sobie najsłabiej, co mogło wynikać z obniżonej płynności na polskim rynku i z faktu, że w 2017 krajowa waluta dużo zyskała i teraz może być bardziej wrażliwa na wzrosty zmienności na globalnym rynku.

▪ Statystycznie, maj jest raczej niekorzystnym miesiącem dla złotego. W ostatnich dziewięciu latach, krajowa waluta jedynie dwa razy zakończyła ten miesiąc zyskiem do euro i dolara, a WIG wzrósł tylko trzy razy. Pierwszy wykres pokazuje, że w tym roku tylko w dwóch pierwszych tygodniach maja EURPLN zanotował ruch w górę typowy dla zmian notowanych w przeszłości w całym miesiącu. Daje to nadzieję, że kurs może się teraz ustabilizować, a inwestorzy skorzystają ze słabej waluty i podwyższonych rentowności obligacji.

▪ Nie oczekujemy, by w najbliższych miesiącach perspektywy polityki pieniężnej uległy zmianie, podczas gdy kolejne dane makro powinny wciąż wyglądać niezłe, co mogłoby być mieć pozytywny wpływ na złotego. Ostatnie dane z Europy nie były zbyt optymistyczne i jeżeli okaże się, że (przynajmniej na razie?) nie mają one negatywnego wpływu na krajową aktywność ekonomiczną, to może to być dobrze odebrane przez inwestorów.

▪ Notowania dolara też miały wpływ na złotego. Jak piszemy niżej, wydaje się, że nie ma zbyt dużego potencjału do dalszego spadku EURUSD w krótkim terminie i jeśli kurs odbije, to może to mieć korzystny wpływ na złotego i innych walut z rynków wschodzących.

Dolar mocniejszy na chwilę

▪ Trend boczny obserwowany na rynku EURUSD od początku roku zakończył się w ostatnich tygodniach kiedy dolar zaczął zyskiwać w reakcji na lepsze od oczekiwań dane z USA. W efekcie, EURUSD spadł do ok. 1,18, najniżej od grudnia. Ruch w dół był dość szybki, do czego przyczynić się mógł fakt, że jeszcze w kwietniu liczba długich pozycji netto w euro była blisko rekordowi i aktywacja zleceń stop-loss przyczyniła się do spadku kursu. Dodatkowo, sporo danych ze strefy euro rozczarowało.

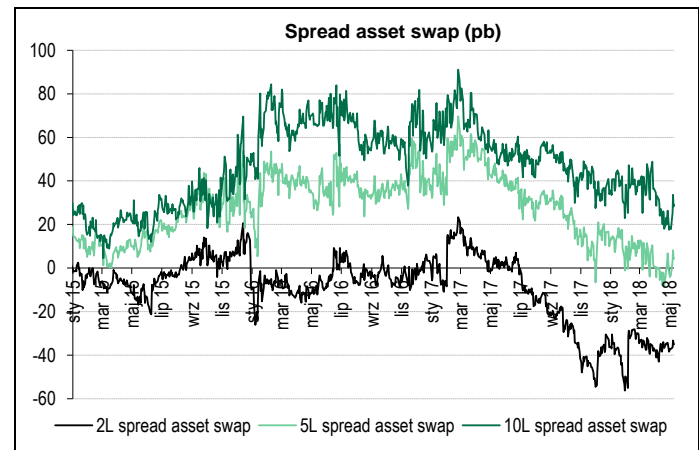
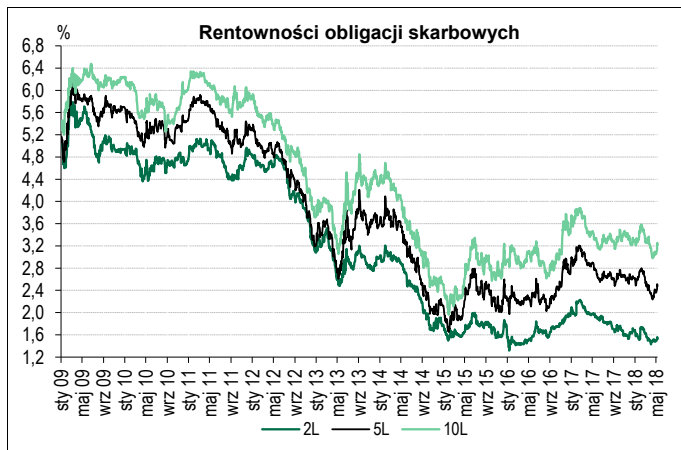
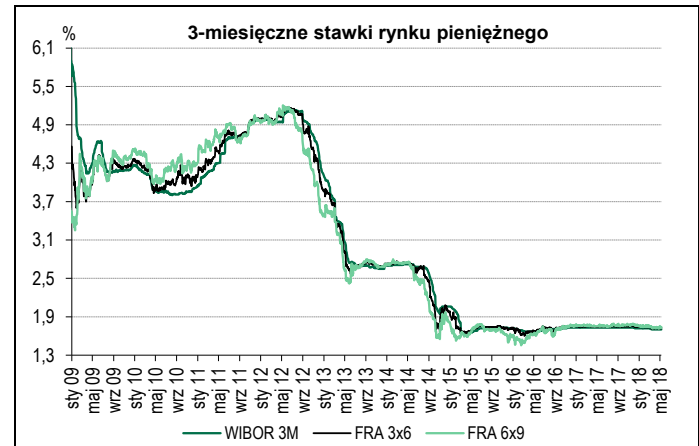
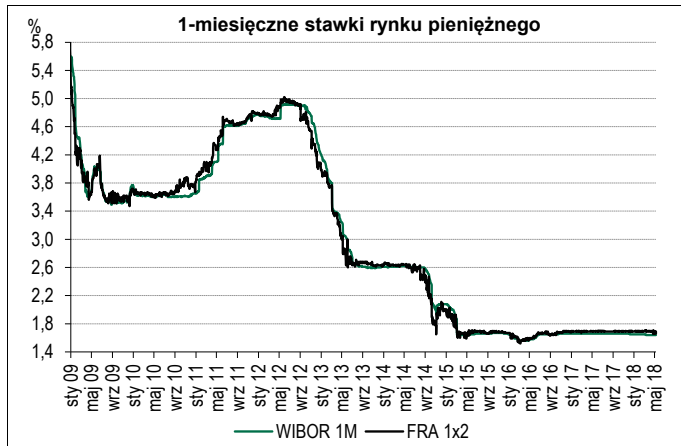
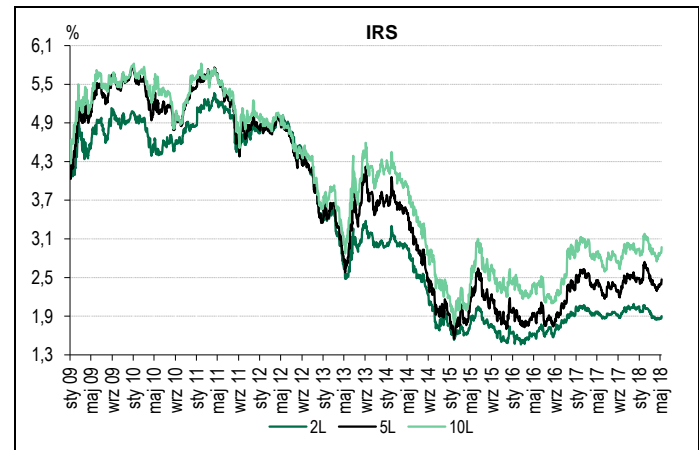
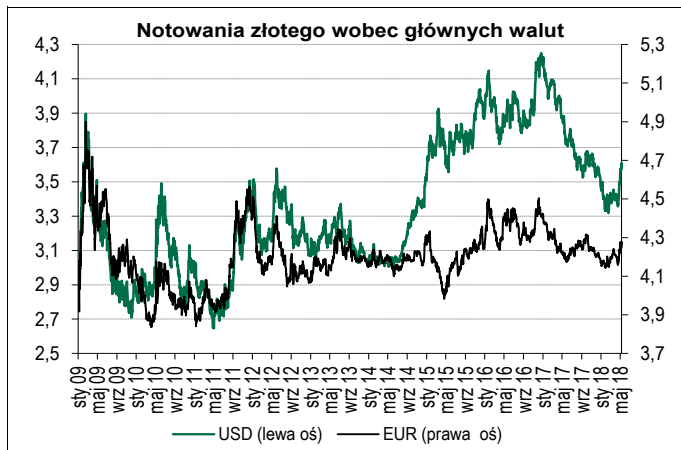
▪ Naszym zdaniem, w krótkim terminie dolar może jeszcze utrzymać swoje zyski, ale niebawem euro powinno zacząć odrabiać straty. W naszej ocenie, ostatnia deprecjacja wspólnej waluty była przesadzona biorąc pod uwagę oczekiwany rozwój sytuacji w europejskiej gospodarce – zakładamy, że w najbliższych miesiącach aktywność ekonomiczna pozostanie na solidnym poziomie.

Waluty CEE wciąż niestabilne

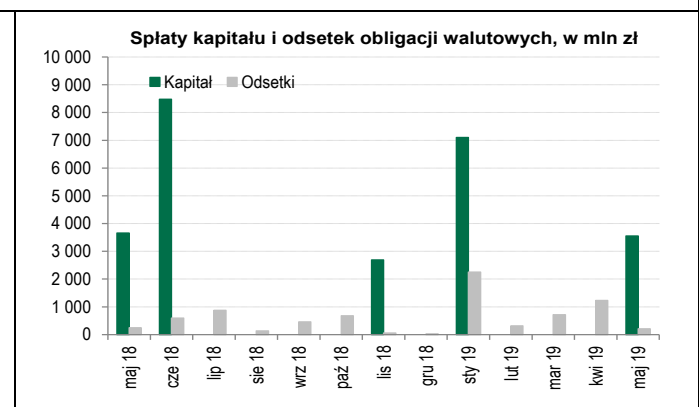
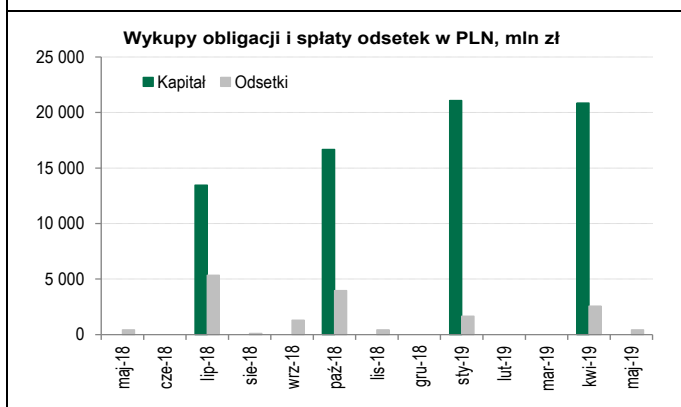
▪ Patrząc na forinta, koronę i rubla, ten ostatni radził sobie najlepiej dzięki rosnącym cenom ropy, dzięki którym kurs USDRUB pozostał poniżej kwietniowego szczytu na ok. 65. EURCZK odbił na chwilę powyżej 25,8 po czym szybko wrócił poniżej 25,6. Jednocześnie, EURHUF pozostał w trendzie wzrostowym i na chwilę przekroczył 315,5 osiągając najwyższy poziom od lipca 2016.

▪ Na początku maja, bank centralny Czech (CNB) pozostawił stopy procentowe bez zmian, w tym główną na poziomie 0,75%. Prezes banku, Jiri Rusonk, powiedział, że możliwa jest podwyżka stóp o 25 pb pod koniec roku, ale jeśli korona będzie się umacniać wolniej, to decyzja taka może zapaść wcześniej. CNB zakłada, że na koniec 2018 EURCZK wyniesie 25,0, podczas gdy my sądzimy, że będzie on nieco wyżej i w efekcie podwyżka stóp może nastąpić wcześniej.

Monitor rynku



Spłaty kapitału i płatności odsetkowe



Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 maja <i>PL: Bilans płatniczy (III)</i>	15 <i>PL: CPI (IV)</i> <i>PL: Wstępny PKB (I kw.)</i> DE: Indeks ZEW (V) EZ: Produkcja przemysłowa (III) US: Sprzedaż detaliczna (IV)	16 <i>PL: Decyzja RPP</i> <i>PL: Inflacja bazowa (IV)</i> EZ: CPI (IV) US: Rozpoczęte budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę (IV) US: Produkcja przemysłowa (IV)	17 US: Indeks Philly Fed (V)	18 <i>PL: Place i zatrudnienie (IV)</i>
21 <i>PL: Produkcja przemysłowa (IV)</i> <i>PL: PPI (IV)</i>	22 HU: Decyzja banku centralnego	23 <i>PL: Sprzedaż detaliczna (IV)</i> DE: Wstępny PMI – usługi (V) DE: Wstępny PMI – przemysł (V) EZ: Wstępny PMI – przemysł (V) EZ: Wstępny PMI – usługi (V) US: Sprzedaż nowych domów (IV) US: Minutes FOMC	24 <i>PL: Podaż pieniądza (IV)</i> US: Sprzedaż domów (IV) US: Indeks Philly Fed (IV)	25 DE: Indeks Ifo (V) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IV) US: Indeks Michigan (V)
28	29 US: Indeks nastrojów konsumentów (V)	30 <i>PL: Wstępny CPI (V)</i> <i>PL: PKB (I kw.)</i> US: Raport ADP (V) US: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Beżowa Księga Fed	31 EZ: Wstępny CPI (V) US: Dochody konsumentów (IV) US: Wydatki konsumentów (IV) US: Niezakończona sprzedaż domów (IV)	1 czerwca <i>PL: Minutes RPP</i> <i>PL: PMI – przemysł (V)</i> EZ: PMI – przemysł (V) DE: PMI – przemysł (V) US: ISM – przemysł (V) CZ: Wstępny PKB (I kw.) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) US: Stopa bezrobocia (V)
4 US: Zamówienia przemysłowe (IV)	5 HU: PKB (I kw.) DE: PMI – usługi (V) EZ: PMI – usługi (V) US: ISM – usługi (V)	6 <i>PL: Decyzja RPP</i> CZ: Produkcja przemysłowa (IV)	7 DE: Zamówienia przemysłowe (IV)	8 DE: Eksport (IV) DE: Produkcja przemysłowa (IV) HU: CPI (V)
11 CZ: CPI (V)	12 DE: Indeks ZEW (VI) US: CPI (V)	13 <i>PL: Bilans płatniczy (IV)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Decyzja FOMC	14 <i>PL: CPI (V)</i> EZ: Decyzja EBC US: Sprzedaż detaliczna (V)	15 <i>PL: Inflacja bazowa (V)</i> EZ: CPI (V) US: Wstępny Michigan (VI)

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
Place 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

		kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18
PMI	pkt.	54,1	52,7	53,1	52,3	52,5	53,7	53,4	54,2	55,0	54,6	53,7	53,7	53,9	52,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	-0,5	9,2	4,4	6,2	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,7	7,3	1,8	8,1	2,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,4	8,3	11,6	19,8	23,6	15,3	20,2	19,9	12,8	34,7	31,3	16,2	22,2	25,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	8,1	8,3
Stopa bezrobocia	%	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,4	7,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7
Eksport (w euro)	% r/r	3,3	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,7	-1,4	12,2	8,0
Import (w euro)	% r/r	5,0	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	3,9	16,1	9,5
Bilans handlowy	mIn EUR	472	-70	-202	-136	288	479	284	208	-1 175	-156	-573	-625	-69	-329
Rachunek bieżący	mIn EUR	284	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2 072	-1 017	-1 184	-164	-139
Rachunek bieżący	% PKB	0,1	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-0,9	-0,2	5,9	2,4	4,9	3,8	2,7	-2,4	-25,4	8,6	4,5	3,1	9,1	10,1
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	1,5	0,3	-9,9	-4,0	-8,2	-6,4	-4,5	4,1	42,7	-20,6	-10,8	-7,5	-22,0	-24,4
Inflacja (CPI)	% r/r	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,7	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,3	1,0	2,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,7	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,9	5,9
Zobowiązania	% r/r	6,1	5,7	4,5	4,6	5,0	5,0	5,3	4,2	4,1	4,5	4,6	5,1	4,8	5,1
Należności	% r/r	4,5	4,8	4,5	4,5	5,0	5,1	4,7	3,7	3,6	4,0	4,2	4,3	3,7	4,4
EUR/PLN	PLN	4,24	4,20	4,21	4,24	4,26	4,27	4,26	4,23	4,20	4,16	4,16	4,21	4,19	4,26
USD/PLN	PLN	3,96	3,80	3,75	3,68	3,61	3,59	3,63	3,60	3,55	3,41	3,37	3,41	3,42	3,54
CHF/PLN	PLN	3,95	3,85	3,87	3,83	3,74	3,73	3,69	3,63	3,60	3,55	3,61	3,60	3,53	3,56
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	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	2,01	1,98	1,94	1,89	1,80	1,73	1,71	1,60	1,69	1,62	1,73	1,56	1,52	1,47
Rentowność obligacji 5L	%	2,89	2,81	2,62	2,67	2,67	2,61	2,69	2,62	2,64	2,63	2,73	2,46	2,33	2,32
Rentowność obligacji 10L	%	3,44	3,37	3,21	3,32	3,35	3,27	3,39	3,40	3,29	3,34	3,51	3,27	3,08	3,05

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2015	2016	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
PKB	mld PLN	1 799,4	1 858,5	1 982,1	2 092,7	456,7	476,6	490,2	558,7	479,4	505,6	517,5	590,2
PKB	% r/r	3,8	3,0	4,6	4,3	4,4	4,0	5,2	4,9	4,9	4,4	4,2	3,9
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,2	4,7	4,8	4,1	5,8	4,0	5,1	5,3	4,8	4,7	4,6
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,9	4,8	5,0	4,5	4,9	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-8,2	3,4	6,7	1,4	1,3	3,6	5,4	10,1	7,9	6,4	4,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	2,9	6,5	4,3	7,3	4,2	6,3	8,4	5,6	4,8	4,6	2,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	-14,5	13,7	17,6	5,6	8,3	19,3	17,1	25,7	23,4	17,0	10,6
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	1,5	3,9	8,2	7,5	9,6	7,6	7,9	8,0	8,4	7,9	8,5	5,4
Stopa bezrobocia ^b	%	9,7	8,2	6,6	5,9	8,0	7,0	6,8	6,6	6,6	5,9	5,8	5,9
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,3	3,8	5,7	7,2	4,1	5,0	4,9	7,1	6,2	6,7	6,7	8,2
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	2,5	2,4
Eksport (w euro)	% r/r	8,5	3,1	12,0	8,7	13,8	9,6	13,3	11,5	5,0	10,2	10,7	9,1
Import (w euro)	% r/r	5,0	2,7	13,4	11,2	15,5	13,5	10,7	14,1	9,2	12,1	13,2	10,5
Bilans handlowy	mIn EUR	2 213	2 935	821	-4 061	655	204	634	-672	-1 354	-726	-502	-1 479
Rachunek bieżący	mIn EUR	-2 405	-1 254	1 497	-2 206	2 047	-816	243	23	-129	-1 429	-921	273
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,4	0,3	0,3	-0,1	-0,3	-0,5	-0,4
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,6	-2,3	-1,7	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,6	2,0	1,8	2,0	1,8	1,9	2,2	1,5	1,9	2,0	1,7
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-0,5	0,8	2,1	1,8	2,0	1,5	2,2	2,1	1,3	2,3	1,9	1,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,3	-0,2	0,7	1,1	0,3	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	1,2	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,2	-0,2	2,9	1,6	4,4	2,8	2,8	1,7	0,1	2,1	2,3	1,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9,1	9,6	4,6	7,1	7,8	5,0	5,4	4,6	5,2	5,8	6,4	7,1
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,1	4,1	6,9	7,3	4,5	5,0	4,1	4,8	5,5	6,2	6,9
Należności ^b	% r/r	6,9	4,7	3,6	7,8	5,3	4,5	5,1	3,6	4,7	5,7	6,8	7,8
EUR/PLN	PLN	4,18	4,36	4,26	4,22	4,32	4,22	4,26	4,23	4,18	4,23	4,25	4,22
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,78	3,43	4,06	3,83	3,63	3,59	3,40	3,48	3,45	3,37
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,84	3,58	4,04	3,89	3,77	3,64	3,59	3,56	3,61	3,54
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	1,75	1,70	1,73	1,70	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,70	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	1,73	1,66	1,89	1,53	2,13	1,98	1,81	1,67	1,64	1,49	1,50	1,50
Rentowność obligacji 5L	%	2,24	2,37	2,78	2,39	3,06	2,77	2,65	2,65	2,61	2,31	2,29	2,33
Rentowność obligacji 10L	%	2,70	3,05	3,44	3,23	3,74	3,34	3,31	3,36	3,37	3,07	3,18	3,32

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.05.2018 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 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

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 kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej 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