

MAKROskop

Perspektywy na 2017: pół roku później

Czerwiec 2017

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

Bank Zachodni WBK S.A.

ekonomia@bzwbk.pl

(+48) 22 534 18 88

Bank Zachodni WBK

 Grupa Santander

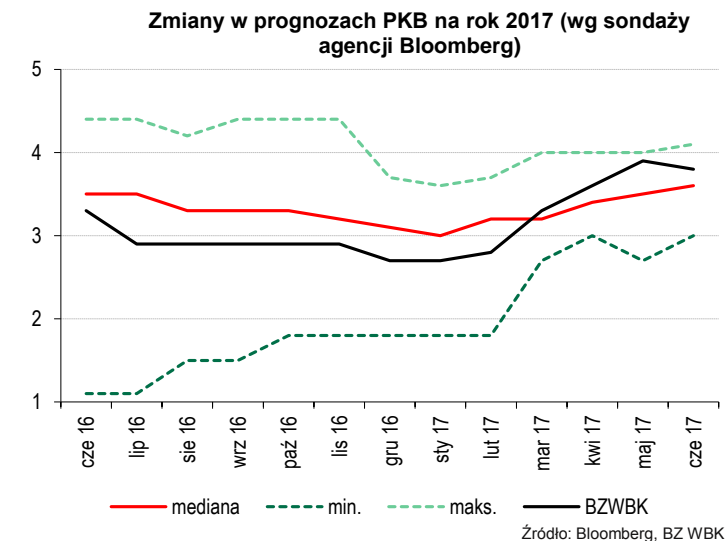
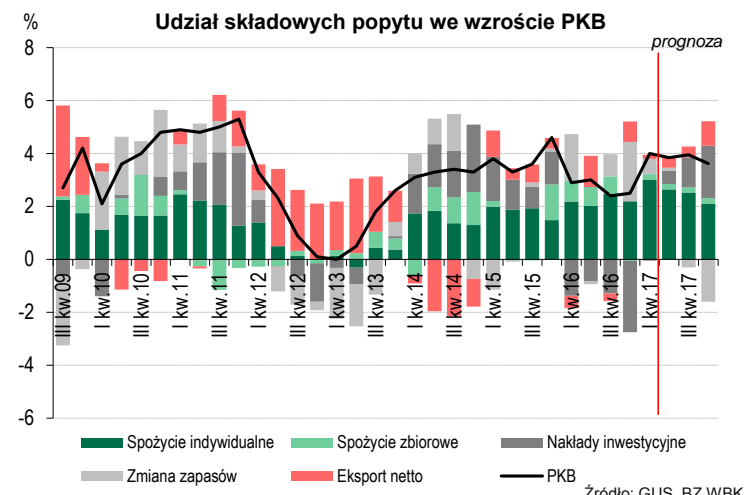
■ Podsumowanie	3
■ 2017: Nasze prognozy a rzeczywistość	5
■ Wzrost PKB	6
■ Handel zagraniczny	7
■ Inwestycje	8
■ Fundusze unijne	10
■ Program 500+	11
■ Konsumpcja	12
■ Rynek pracy	13
■ Inflacja	15
■ Polityka pieniężna	17
■ Polityka fiskalna	18
■ Reforma OFE, część II	20
■ Rynek długu	21
■ Rynek stopy procentowej	23
■ Rynek walutowy	25
■ Tabela z prognozami	27

- Krajowa gospodarka rozpoczęła 2017 r. zaskakująco dobrymi wynikami, ze wzrostem PKB na poziomie 4,0% r/r już w I kw. Zażywieniem aktywności gospodarczej stała m. in. coraz silniejsza konsumpcja prywatna, do której z lekkiej opóźnieniem dotarł sygnał wzrostowy z programu 500+ i która była wspierana dobrym tempem wzrostu dochodów z pracy. Ważną rolę odegrało również odbicie w handlu zagranicznym, wspierane rosnącą aktywnością w strefie euro. Inwestycje, po mocnym spadku w zeszłym roku, pozostały w stagnacji na początku 2017 r. (w przeciwieństwie do wielu innych państw CEE). Oczekujemy jednak wyraźnej poprawy inwestycji w kolejnych kwartałach, głównie ze względu na rosnące wykorzystanie środków z UE oraz lepsze nastroje przedsiębiorców. Ogólnie, w tym roku przewidujemy wzrost PKB bliski 4% napędzany konsumpcją, eksportem i inwestycjami. 2018 r. może okazać się nieco słabszy niż 2017 r., ale wciąż solidny (wzrost PKB o ponad 3%), ponieważ inwestycje finansowane ze środków UE powinny nabrać wówczas impetu.
- Stopa inflacji po przekroczeniu 2% r/r na początku 2017 r. ustabilizowała się poniżej tego poziomu, czemu sprzyjało wygaśnięcie wzrostowego trendu cen ropy naftowej. Rosnące ceny owoców mogą nieco pobujać odczytami CPI latem i jesienią, ale efekt wysokiej bazy powinien pchnąć inflację wyraźnie poniżej 2% r/r grudniu. Presja cenowa wciąż wydaje się być pod kontrolą i chociaż sądzimy, że inflacja bazowa będzie stopniowo rosnąć, to pozostanie wyraźnie poniżej celu inflacyjnego 2,5% zarówno w 2017, jak i 2018 r. Napięcia na krajowym rynku pracy są coraz większe jest coraz mniej, co w końcu może przełożyć się na wyższe płace. Do tej pory wzrost kosztów pracy był hamowany m. in. przez napływ pracowników z Ukrainy.
- Wobec takiego rozwoju sytuacji gospodarczej RPP nie musi spieszyć się z zacieśnianiem polityki pieniężnej i zasygnalizowała nawet, że jest gotowa zaakceptować ujemne realne stopy procentowe, o ile w średnim okresie nie widać ryzyka przekroczenia celu inflacyjnego. Sądzimy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian do końca 2018 r.
- Deficyt fiskalny w 2016 r. był niższy od planowanego (2,4% PKB) i widzimy rosnące szanse, że podobna sytuacja będzie miała miejsce w 2017 r., ponieważ silny wzrost gospodarczy napędzany konsumpcją i wzrost inflacji zwiększyły przychody z podatków. 2018 r. będzie większym wyzwaniem z powodu wyższych kosztów obniżki wieku emerytalnego i braku jednorazowych dochodów budżetowych, ale rząd wydaje się zdeterminowany, by utrzymać deficyt poniżej 3% PKB.

- Złoty w trakcie pierwszych miesięcy tego roku wyraźnie zyskał, wspierany rosnącym optymizmem co do wzrostu gospodarczego i mniejszą obawą inwestorów o krajową politykę gospodarczą. Ten trend wyhamował wprawdzie w czerwcu, ale spodziewamy się dalszego umocnienia złotego w lipcu i potem znowu osłabienia w sierpniu w związku z efektami sezonowymi. Mimo krótkoterminowej korekty, przed końcem roku złoty powinien znów się umocnić zmierzając w kierunku 4,20 do euro.
- RPP zdołała przekonać inwestorów, że jeszcze długo nie zmieni swojej strategii. W rezultacie, pierwsza podwyżka stóp o 25 pb wyceniana przez rynek FRA przesunęła się na początek 2019 r. Sądzymy, że krótki koniec krzywej rentowności i stopy rynku pieniężnego pozostaną na względnie niskich poziomach w następnych miesiącach, ponieważ stabilna inflacja i silny złoty będą dobrą wymówką dla banku centralnego, by nie korygować polityki pieniężnej. Sytuacja może stać się bardziej interesująca pod koniec roku, gdy oczekujemy, że inflacja bazowa sięgnie 1,5% (dolna granica celu inflacyjnego) a wzrost płac przyspieszy.
- Naszym zdaniem RPP nie będzie zbyt rychliwa w zmianie swojego nastawienia na mniej gołębie. W związku z tym rynek może uważać, że polscy bankierzy centralni podejmą decyzję zbyt późno, co przełoży się na rozszerzenie spreadów asset swa. Dlatego spodziewamy się tylko lekkiego wzrostu stawek IRS w kolejnych kwartałach, mimo że nieco wyraźniejszy wzrost jest uzasadniony sytuacją gospodarczą (korelacja między nominalnym wzrostem PKB a stawkami IRS jest historycznie dość wysoka).
- Rynek obligacji powinien pozostać pod wpływem czynników globalnych. W lipcu rentowności polskich obligacji mogą obniżyć się, zgodnie ze wzorcem sezonowym oraz pod wpływem mniejszych obaw o wzrost inflacji na świecie. Jednak w swoim bazowym scenariuszu wciąż zakładamy stopniowy wzrost rentowności w strefie euro i USA ze względu na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej Fed-u i możliwe sygnały EBC przygotowujące rynek na stopniowe wycofanie się z programu wykupu aktywów pod koniec 2017 r. Zakładamy, że rentowności polskich obligacji podążą za tym trendem, zwłaszcza na długim końcu krzywej.

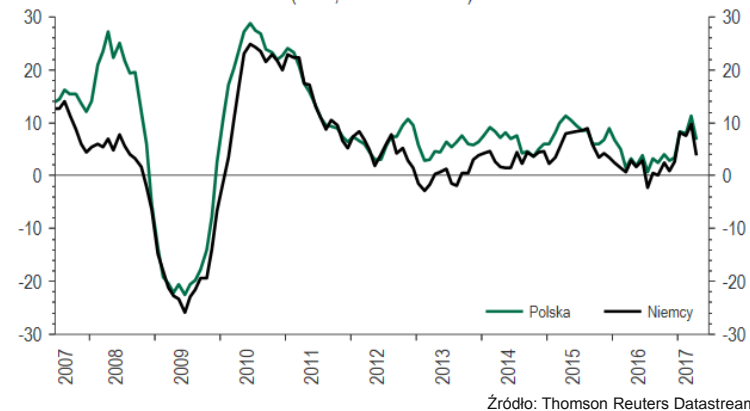
Wskaźnik	Nasza prognoza (6 miesięcy temu)	Rzeczywistość / Nasza rewizja prognozy
PKB	Ożywienie w kształcie litery V ze spowolnieniem w II kw. pod wpływem ujemnego efektu dni roboczych. Skala ożywienia zależy głównie od inwestycji, wzrost PKB powyżej 3% ponownie w IV kw.	Ożywienie okazało się mocniejsze i silniejsze niż oczekiwaliśmy, z 4,0% r/r już w I kw. 2017 r. Ostatnie dane wskazują, że II kw. 2017 r. może być nieco słabszy, ale spodziewamy się wzrostu PKB średnio na poziomie blisko 4% w tym roku.
Struktura PKB	Mocna konsumpcja, przynajmniej w I poł. 17. Eksport netto z neutralny, pomimo ożywienia w handlu zagranicznym. Inwestycje w górę w II poł. 2017 r. po przyspieszeniu absorpcji środków unijnych.	Teza wciąż prawdziwa. Konsumpcja okazała się nawet silniejsza, eksport i import ożywiają się, wciąż brak odbicia w inwestycjach, ale to powinno się zmienić w II poł. 2017 r.
Rynek pracy	Bezrobocie blisko naturalnej stopy. Wzrost zatrudnienia ograniczony przez zasoby siły roboczej. Przyspieszenie płac.	Wciąż powstają nowe etaty, choć wolniej. Presja płacowa wciąż umiarkowana, ale może wzmocnić się w następnych kwartałach.
Inflacja	Mocny skok w I kw. 17 do 1,5% wskutek wzrostu cen surowców. Stabilizacja w dalszej części roku.	CPI na początku roku sięgnął nieco wyższego poziomu niż się spodziewaliśmy, lecz potem nastąpiła oczekiwana stabilizacja poniżej 2%. Inflacja bazowa powoli rośnie.
Polityka pieniężna	Stopy stabilne przez cały rok. RPP pod presją na przełomie 2016 i 2017 ze względu na niski wzrost PKB.	Tak jak się spodziewaliśmy, RPP utrzymała politykę „wait-and-see”. Stopy pozostaną stabilne w 2017 i przez większą część 2018 r.
Polityka fiskalna	Budżet deficytu centr. w miarę bezpieczny na 3% PKB przy sprzyjającej strukturze wzrostu (konsumpcja). Deficyt finansów publ. nieco powyżej 3% ze względu na deficyt w samorządach.	Deficyt budżetowy może być niższy od zaplanowanego o przynajmniej 20 mld zł za sprawą solidnego wzrostu przychodów z podatków. Deficyt finansów publicznych powinien być poniżej 3% PKB.
Rynek stopy procentowej	W 2017 krótki koniec zaczynacie wyceniać podwyżki stóp (w 2018). Długi koniec pod wpływem presji na globalnym rynku.	Gołębia retoryka RPP stonowała spekulacje inwestorów na temat podwyżek stóp przed końcem 2018 r. Rentowności na światowych rynkach długu spadły w II poł. 2017 r., ale wciąż oczekujemy wzrostu w II poł.
Rynek walutowy	Cykliczność złotego nie będzie wsparciem na początku 2017, pewna poprawa w II poł. roku	Złoty zyskał na lepszej perspektywie gospodarczej i zmniejszonym ryzyku geopolitycznym, osiągając nasz docelowy poziom z końca roku 4,2 za euro już w maju. Przejściowa korekta możliwa latem.

- W naszym raporcie rocznym z grudnia spodziewaliśmy się V-kształtnego ożywienia ze wzrostem PKB średnio poniżej 3% w 2017 r. Jednak ożywienie to okazało się szybsze i silniejsze od oczekiwań, gdyż już w I kw. 2017 r. wzrost przyspieszył do 1,1% kw/kw i 4% r/r.
- I kw. 2017 r. zaskoczył na plus na większości frontów: konsumpcji, eksporcie i zapasach. Jedynie inwestycje w zasadzie wciąż nie dały oznak życia, przynajmniej w sektorze prywatnym. Sądzymy jednak, że w ciągu roku powinny one zacząć stopniowo odżywać.
- Tempo wzrostu gospodarczego na początku 2017 r. było dużą pozytywną niespodzianką, ale wydaje nam się, że pole do dalszego przyspieszenia nie jest duże. Najnowsze dane o wysokiej częstotliwości sugerują wręcz, że wzrost gospodarczy może lekko wyhamować w II kw.
- Spodziewamy się, że w tym roku wzrost PKB napędzany konsumpcją, eksportem i inwestycjami ustabilizuje się blisko 4%. Rok 2018 może okazać się nie tak dobry jak 2017, ale wciąż silny (ponad 3% wzrost PKB), ponieważ inwestycje finansowane przez UE powinny nabrać impetu.
- Więcej na temat inwestycji, konsumpcji i eksporcie można przeczytać na następnych slajdach.



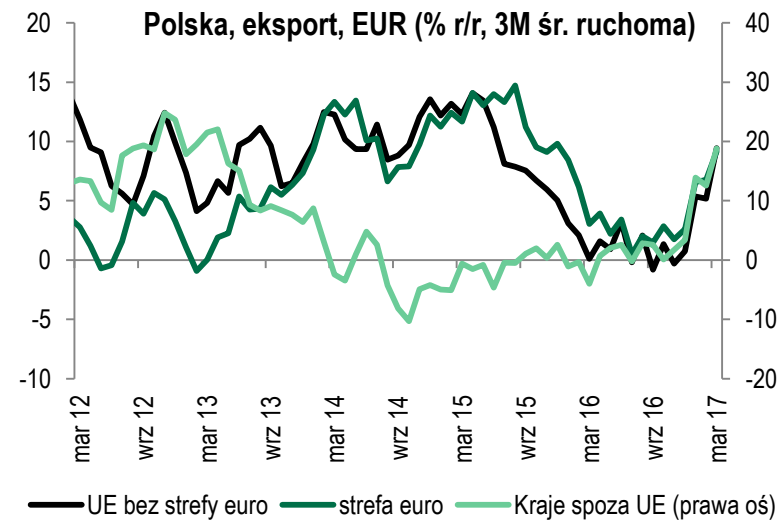
- Gospodarka strefy euro daje kolejne sygnały, że wreszcie uporządkowała się z osłabieniem (spowodowanym przez kryzys długu, kłopoty Grecji i delewariowanie). Ma to mocne przełożenie na wyniki polskiego eksportu. W I kw. 2017 r. wzrost eksportu przyspieszył z 3,4% r/r do 11,3% w I kw.
- Polski eksport do krajów spoza UE po trzyletniej stagnacji również nabral w ostatnim czasie rozpędu.
- Wysoka korelacja z wynikami niemieckiego eksportu pokazuje, że polski eksport jest powiązany ze światowym handlem w dwójnasób: przez bezpośrednie relacje handlowe oraz poprzez Niemcy, które zaopatrujemy w półprodukty.
- Wysoki wzrost konsumpcji prywatnej i oczekiwane odbicie w inwestycjach dają solidne podstawy do oczekiwania przyśpieszenia w polskim imporcie. Krajowy popyt wzrósł 4,1% r/r w I kw. podczas gdy w 2016 r. rósł o 1,7-3,5%. Import liczony w euro w tym okresie wzrósł o 15,1% r/r.
- Zakładamy, że poprawa wolumenu handlu międzynarodowego będzie miała pozytywny wpływ na polski PKB. Wkład eksportu netto we wzrost powinien być neutralny w II kw. i wzrosnąć do 0,7 pp w IV kw. Odbicie w inwestycjach i nadal silna konsumpcja w 2018 r. mogą spowodować, że eksport netto będzie już miał ujemny wpływ na PKB (-0,1 punktu procentowego).

Wzrost eksportu: Polska vs. Niemcy
(% r/r, 3-mies. śr.ruch.)



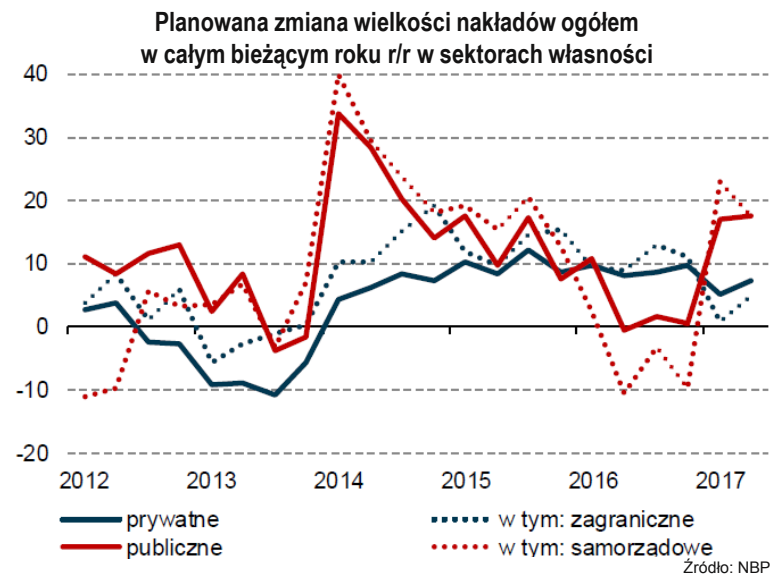
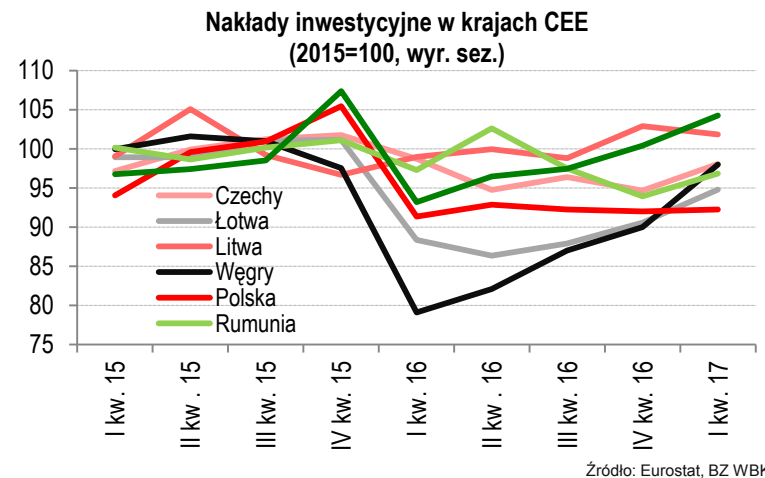
Źródło: Thomson Reuters Datastream

Polska, eksport, EUR (% r/r, 3M śr. ruchoma)

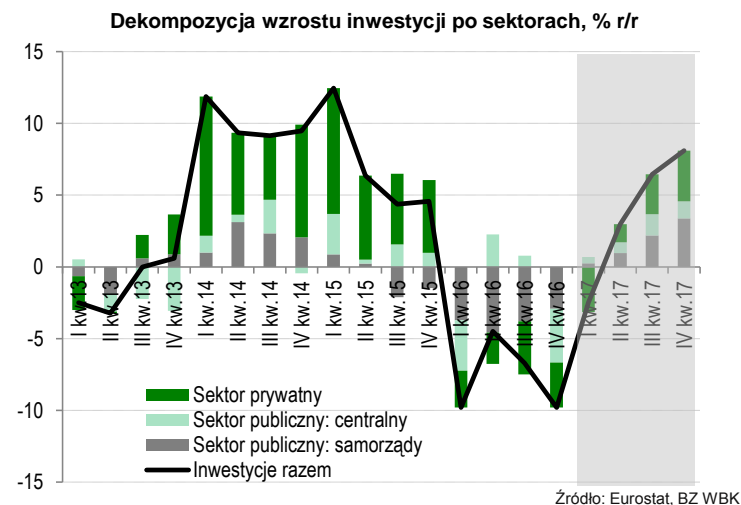
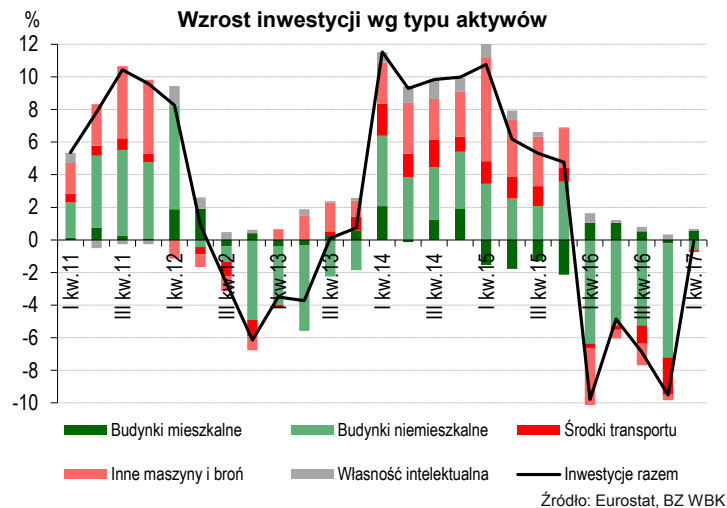


Źródło: Eurostat, BZ WBK

- W 2016 r. zaobserwowaliśmy wyraźny spadek inwestycji w Polsce i w większości państw CEE. W tym roku większość państw CEE zanotowała już mocne odbicie inwestycyjne, a u nas wciąż flauta.
- Za spowolnieniem w inwestycjach w Polsce stały trzy czynniki: 1) niska absorpcja środków unijnych wpływająca na publiczne projekty infrastrukturalne, 2) zawieszenie inwestycji w dużych państwowych firmach, szczególnie z sektora usług użyteczności publicznej spowodowane wyborami i zmianami kadrowymi, 3) zawieszenie planów inwestycyjnych firm z powodu dużej niepewności związanej z regulacjami i podatkami po wyborach.
- Inne kraje CEE nie odnotowały spadku inwestycji prywatnych (poza Litwą) i naszym zdaniem jest to przyczyna wcześniejszego odbicia w tych państwach.
- Dane za I kw. 2017 r. wskazują na początek odbicia w inwestycjach publicznych (wydatki lokalnych organów samorządowych o 11% y/y w górę) i dalszego spowolnienia inwestycji państwowych firm i sektora prywatnego. Dane o funduszach unijnych sugerują nadchodzące odbicie, co potwierdzają plany inwestycyjne sektora publicznego. Jak pokazuje raport o koniunkturze NBP, w stosunku do 2016 r. planowane inwestycje sektora prywatnego spadły.

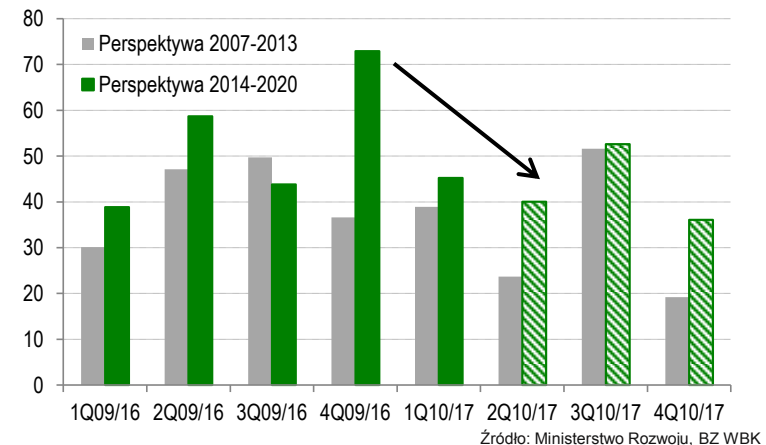


- Naszym zdaniem inwestycje prywatne nie będą w tym roku tak słabe, jak wynikałoby to z danych z raportu NBP o aktywności ekonomicznej. Otoczenie gospodarcze sprzyja inwestycjom: sytuacja płynnościowa firm jest korzystna, koszty finansowania niskie, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych wysoki, a nastroje przedsiębiorców są dobre. Ponadto rosnące inwestycje publiczne i coraz niższa liczba rąk do pracy powinny zachęcić sektor prywatny do inwestycji.
- Rewizja danych za 2016 r. była ważnym czynnikiem wpływającym na nasze prognozy na 2017 r.: wstępny odczyt na -5,5% r/r został obniżony do -7,9% r/r, obniżając bazę. Wpłynęło to na naszą ścieżkę wzrostu r/r, ale nasze prognozy wolumenu inwestycji pozostały mniej więcej stabilne.
- Rewizja w dół dotyczyła głównie I kw. 2016 r. i inwestycji w inne maszyny i sprzęt oraz sektora publicznego a także IV kw. 2016 r. i inwestycji w sprzęt transportowy oraz sektora prywatnego.
- Podsumowując, oczekujemy stopniowego ożywienia inwestycji i ich wzrostu o ok. 5% r/r w całym. Naszym zdaniem w I połowie 2017 r. ożywienie będzie głównie spowodowane inwestycjami publicznymi w budownictwie, podczas gdy inne sektory rozruszają się nieco później.

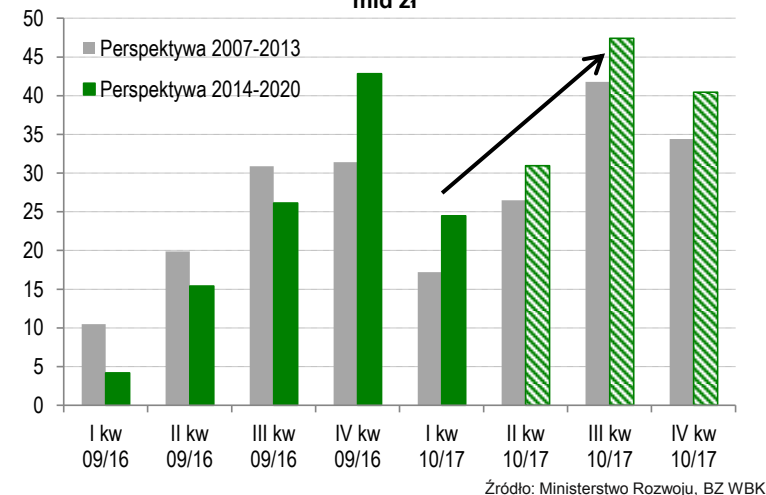


- Po słabym początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020 r., w 2016 r. odnotowaliśmy stopniowe przyspieszenie w liczbie wniosków o finansowanie ze środków unijnych. Wykorzystanie funduszy unijnych składa się z 3 etapów: 1) wniosek o przyznanie środków, 2) podpisanie umów o finansowanie, 3) faktyczne inwestycje. Z naszej analizy wynika, że podpisanie umowy w oparciu o złożony wniosek trwa średnio od jednego do trzech kw. (ok. 40% w w I kw.). Potem umowa staje się inwestycją z wydatkami rozłożonymi na dziesięć kwartałów i maksimum pomiędzy szóstym a ósmym kwartałem.
- Zgodnie z naszymi przypuszczeniami fala nowych wniosków w IV kw. 2016 r. (o wartości 73 mld zł) była jednorazowa i w następnych kwartałach ich liczba spadła do 45 mld zł w I kw. 2017 r. i 34 mld zł w kwietniu i maju 2017 r. Wartość podpisanych umów wyniosła łącznie 43 mld zł w IV kw. 2016 r., 24 mld zł w I kw. 2017 r. i 21 mld zł w kwietniu i maju 2017 r. Ogółem wykorzystanie budżetu unijnego jest niższe niż w analogicznym okresie perspektywy 2007-2013 r. Wnioski i umowy to obecnie ok. 52% i 24% całego budżetu vs 55% i 32% w poprzedniej perspektywie.
- Spodziewamy się, że liczba nowych umów znacznie wzrośnie w II poł. 2017 r. i osiągnie prawie 100 mld zł w wyniku silnego napływu nowych wniosków na koniec 2016 r. Zamiana umów w inwestycje spowoduje odbicie inwestycji w II poł. 2017 r. i w 2018 r. oraz ich wzrost o 3 pp w 2017 r. i 8 pp w 2018 r.

Wartość nowych wniosków o dofinansowanie kwartalnie: 2009/10 a 2016/17, mld zł

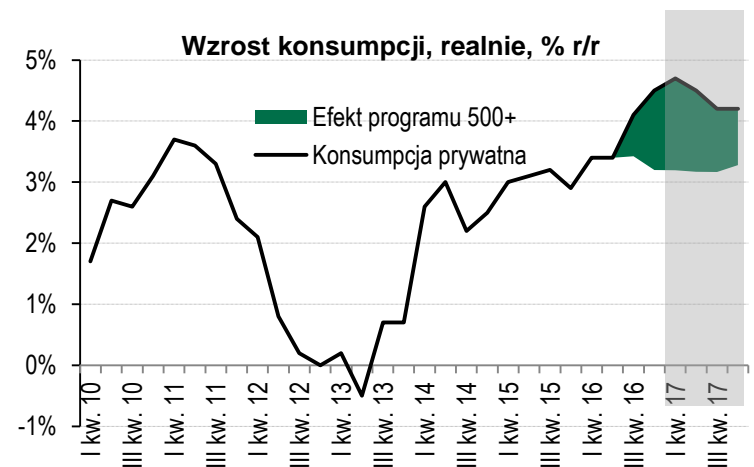


Wartość nowych umów kwartalnie: 2009/10 a 2016/17, mld zł



Gospodarka: 500+ okazał się dużym wsparciem dla konsumpcji

- W ciągu roku od wprowadzenia 500+ w kwietniu 2016 r. na program ten wydano 24,9 mld zł – 1,3% PKB odnotowanego w tym okresie. Analitycy powszechnie oczekiwali, że program przełoży się na wyższe wydatki konsumpcyjne, nie było jednak pewne jak wpłynie on na skłonność do konsumpcji i oszczędzania. Teraz wiemy, że przyspieszenie konsumpcji pojawiło się z opóźnieniem – w III kw. 16 r. konsumpcja przyspieszyła z 3,4% do 4,1%, a potem do 4,5% w IV kw. 16 r. oraz 4,7% w I kw. 17 r. Według naszych szacunków, 500+ dodało do wzrostu konsumpcji 0,7 pp w III kw. 2016 i 1,5 pp w I kw. 2017 r. Całoroczny efekt w 2017 r. przewidujemy na 0,94 pp wobec 0,27 pp w 2016 r.
- Opóźnione przełożenie nowych świadczeń socjalnych na wydatki gospodarstw domowych zgodnie jest z hipotezą wygładzania konsumpcji w czasie. Dodatkowo, informacje z sektora pożyczkowego sugerują, że dodatkowe środki zostały w pierwszej kolejności przeznaczone na spłatę wysoko oprocentowanego krótkookresowego zadłużenia.
- Program ma dodatni wpływ na stopę oszczędzania, która rośnie od momentu wprowadzenia programu i jest już najwyższa od pięciu lat. Szacujemy, że w I kw. 2017 r. roczna suma wydatków spowodowanych przez 500+ była równa 40% wartości wypłaconych świadczeń, a pozostała część została zaoszczędzona. Naszym zdaniem do końca roku skłonność do konsumpcji środków z 500+ wzrośnie do 80%.

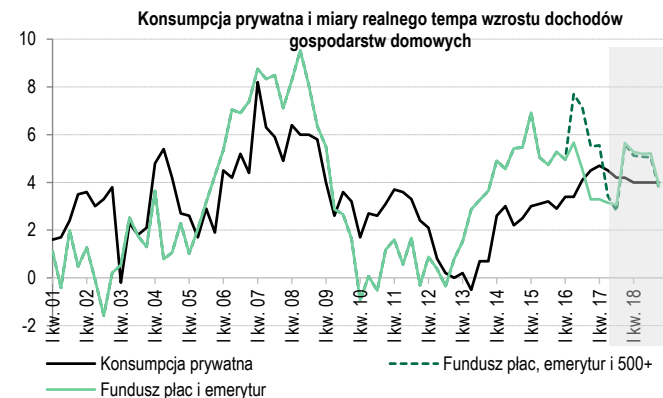


Źródło: GUS, BZ WBK



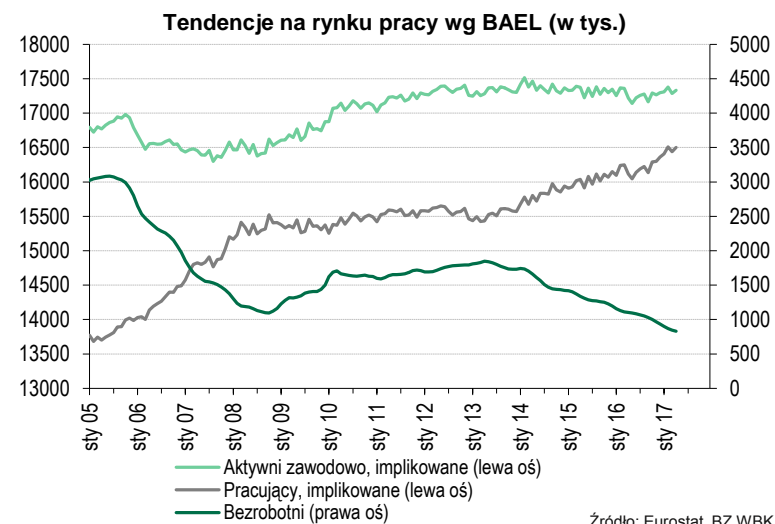
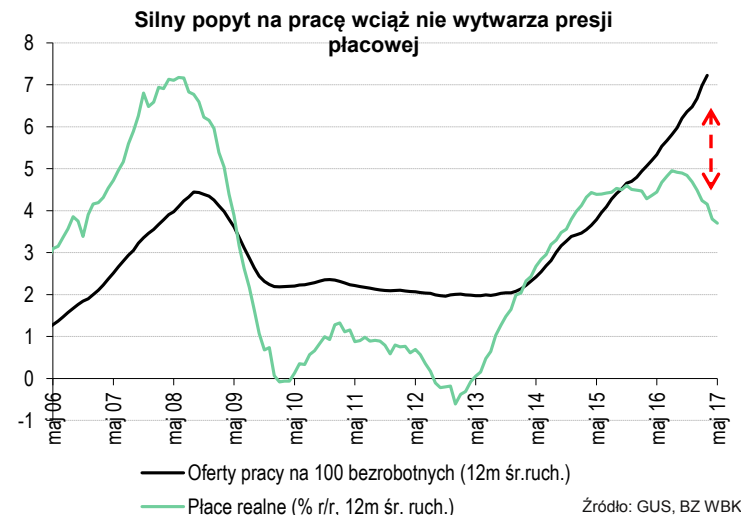
Źródło: GUS, BZ WBK

- Program wsparcia dla rodzin z dziećmi okazał się być ważnym elementem zwiększającym dochody gospodarstw dokładnie w momencie, gdy wzrost dochodów z pracy w ujęciu realnym zaczął spowalniać (nominalny wzrost płac ustabilizował się i został naruszony przez rosnącą inflację).
- Wpływ 500+ na konsumpcję prywatną będzie stopniowo zanikał, ale rosnąca skłonność do wydawania pieniędzy z tytułu świadczeń opóźni ten proces, o czym wspomnieliśmy na poprzednim slajdzie.
- Przed końcem tego roku pojawi się kolejny czynnik wspierający dochody rozporządzalne gospodarstw domowych: obniżka wieku emerytalnego. Szacujemy, że po obniżce wieku emerytalnego w październiku zdecydowana większość osób uprawnionych do świadczeń emerytalnych przejdzie na emeryturę niemal natychmiast (nawet 480 tys.), chociaż większość z nich może pozostać aktywna zawodowo będąc na emeryturze. W rezultacie, fundusz emerytur, który ostatnio silnie wyhamował z powodu niskiej indeksacji emerytur, może przyspieszyć do ok. 8% r/r w IV kw. 2017 r. Jeśli uwzględnimy jeszcze wyższą indeksację w 2018 r., to pod koniec I kw. 2018 r. fundusz emerytur może rosnąć nawet o 10% r/r.
- Sądzymy, że wzrost konsumpcji prywatnej pozostanie mocny w następnych kwartałach. W I kw. 2017 r. konsumpcja przyspieszyła do 4,7% r/r i wypadła najlepiej od IV kw. 2008 r. Oczekujemy, że ta kategoria pozostanie jednym z głównych motorów wzrostu gospodarczego, rosnąc o ok. 4% r/r nie tylko w tym roku, ale i w 2018 r.

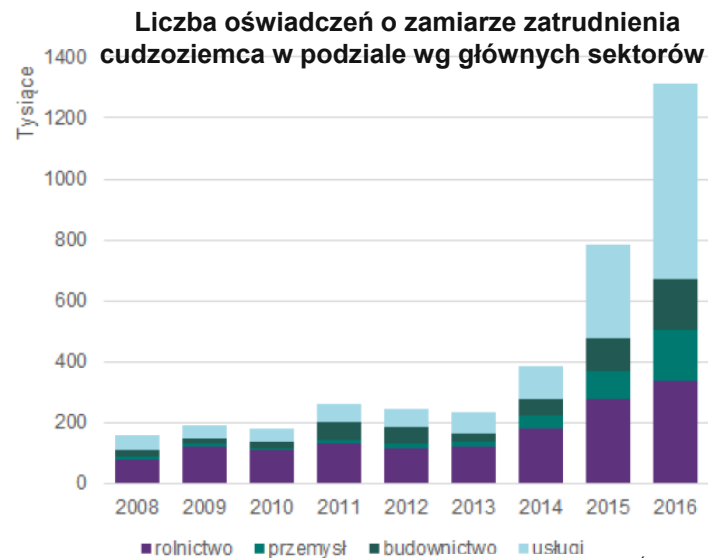
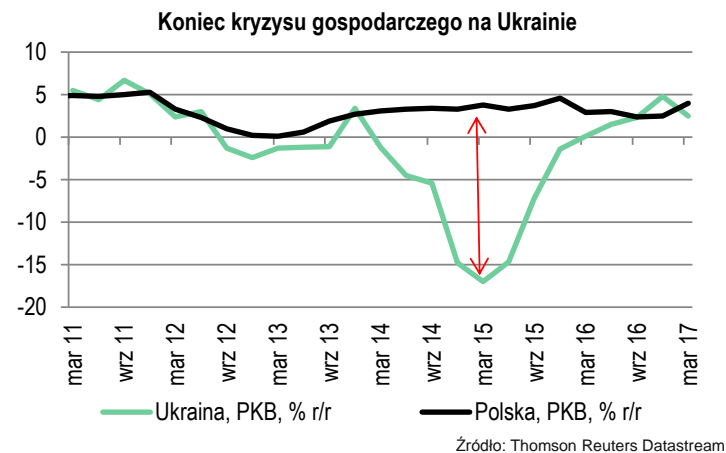


Źródło: GUS, Ministerstwo Pracy, BZ WBK

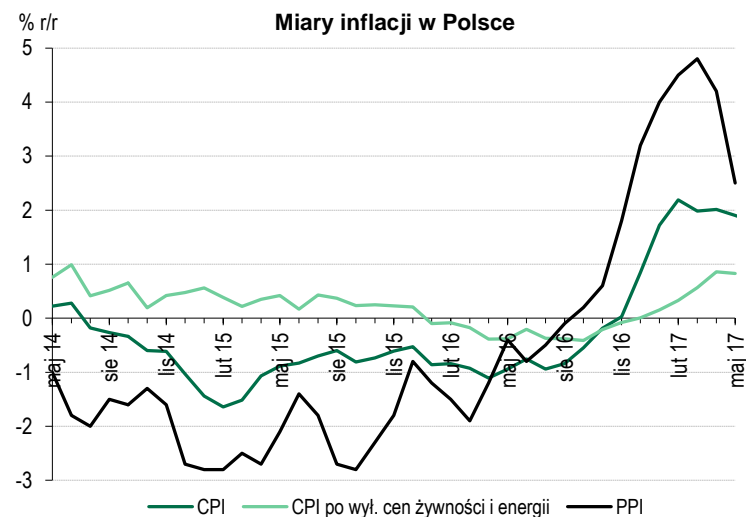
- Liczba etatów wciąż wzrasta a stopa bezrobocia z miesiąca na miesiąc bije kolejne rekordy. Tak zacieśniający się rynek pracy powinien teoretycznie wywołać presję płacową. Płace w sektorze przedsiębiorstw wciąż rosną nominalnie o ok. 4% r/r, co jest wynikiem rozczarującym, bo takie tempo widzieliśmy już w zeszłym roku przy jednak mniejszym niedoborze siły roboczej. W międzyczasie wzrost inflacji spowodował erozję siły nabywczej wynagrodzeń, ale do tej pory nie przełożyło się to na silną presję płacową.
- Rynek pracy zdaje się być coraz bliżej krawędzi. Warto zauważyć, że podczas gdy poziom bezrobocia jest zaskakująco niski (7,4% dla zarejestrowanej stopy bezrobocia, 4,8% dla stopy BAEL), liczba osób poszukujących pracy w maju odnotowała najniższy spadek od 2009 r. Zdaje się więc, że istniejące jeszcze zasoby wolnych rąk do pracy nie odpowiadają zapotrzebowaniu pracodawców.
- W raporcie o koniunkturze NBP zasygnalizowano, że presja płacowa jest podwyższona, ale nie rośnie pomimo niedoboru siły roboczej. Można to wyjaśnić tworzeniem nisko opłacanych miejsc prac i zatrudnianiem grup, które nie mają silnej pozycji przetargowej (jak imigranci). Napływ Ukraińców może być postrzegany jako ratunek dla polskiego rynku pracy, ale jego skalę trudno dokładnie ocenić na podstawie oficjalnych statystyk.



- Dane o liczbie deklaracji o zamiarze zatrudnienia nierezydentów wskazują na ok. 60% r/r wzrost w 2016 r. z i poziom 1,3 mln. W styczniu-kwietniu 2017 r. liczba ofert sięgnęła prawie połowy poziomu z całego ub.r., co sugeruje, że napływ z Ukrainy nawet przyśpieszył na początku roku. Jednak to źródło może się wkrótce wyczerpać. Ukraińcy dopiero co uzyskali prawo bezwizowego poruszania się po UE i strefie Schengen. Wprawdzie dotyczy to wiz turystycznych (bez prawa do pracy), ale i tak może spowolnić napływ pracowników do Polski. Innym argumentem za spowolnieniem napływu Ukraińców jest odbicie gospodarcze na Ukrainie i wzrost realnych płac o 20% r/r. O ile konflikt z Rosją, który był zarzewiem recesji i fali migracji, wciąż trwa, to argumenty za wyjazdem do Polski zdają się nieco słabnąć.
- Kolejnym ryzykiem dla polskiego rynku pracy jest obniżenie wieku emerytalnego do 60 dla kobiet i 65 dla mężczyzn. T, jak dużo osób odejdzie z rynku pracy jest dużą niewiadomą, ale szacujemy, że zasoby siły roboczej mogą skurczyć się o 150 tys. osób w pierwszym roku po wprowadzeniu reformy. Rząd przygotowuje zachęty do pozostania na rynku pracy, ale szczegóły są wciąż nieznane.
- Polska wciąż posiada rezerwy demograficzne w postaci niskiej aktywności zawodowej i nadmiernego zatrudnienia w rolnictwie, ale do aktywacji tej części społeczeństwa zapewne niezbędne będą wyraźnie wyższe płace.



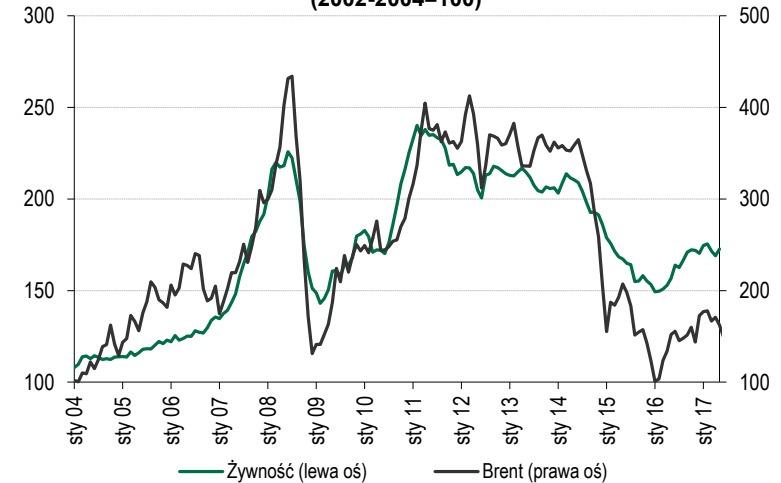
- Inflacja CPI na początku 2017 r. odbiła szybciej niż oczekiwano, wzrastając z 0% do 2,2% r/r w ciągu zaledwie 3 miesięcy. Po osiągnięciu szczytu w lutym wzrost cen ustabilizował się, a w następnych miesiącach nawet zwolnił w wyniku zahamowania wzrostowego trendu globalnych cen ropy i żywności.
- W krótkim okresie ceny żywności mogą zwiększyć zmienność CPI w tym roku, ponieważ niskie temperatury w kwietniu/maju spowodowały straty w uprawie owoców w Polsce. Wpływ tego zjawiska na ceny wciąż jednak jest trudny do oszacowania. W ciągu ostatnich miesięcy miał również miejsce wzrost cen wieprzowiny w Europie.
- Z drugiej strony czynniki te powinny być przynajmniej częściowo zrównoważone spadkiem cen paliw i aprecjacją złotego (ok. 10% do dolara od początku roku).
- Dodatkowe ryzyko dla inflacji wynika z niedoboru siły roboczej, który może spowodować presję na wzrost płac i w konsekwencji również cen. Postrzegamy to jednak jako ryzyko nie w krótkim, lecz w średnim okresie.
- Do tej pory presja płacowa pozostaje ograniczona, a inflacja bazowa wzrasta raczej powoli – do 0,9% r/r w kwietniu i według naszych szacunków powinna wrócić do 1,5% przed końcem roku. Dodatkowo presja kosztowa na producentów ostatnio ustała z powodu niższych cen surowców i silnego złotego.



Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

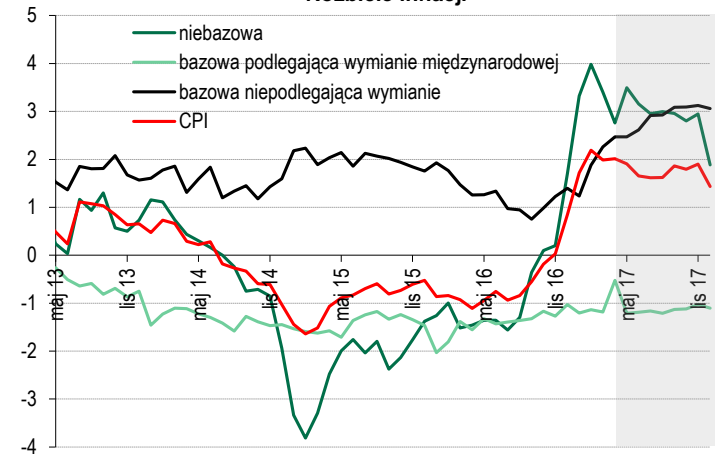
- Naszym zdaniem przez większą część 2017 r. inflacja utrzyma się blisko 2% r/r, a następnie pod koniec roku nieco spadnie z powodu efektu wysokiej bazy. Choć stabilna inflacja wydaje się conceptem dość nużącym, w rzeczywistości „pod spodem” wiele się zmienia.
- Odbicie CPI od deflacji do ok. 2% na początku 2017 r. było spowodowane głównie przez niebazowe kategorie (żywność i energia). Wpływ zmian w tych kategoriach ustanie w ciągu roku, zwłaszcza biorąc pod uwagę spadek cen ropy. Niewiele dzieje się z bazową częścią inflacji podlegającą wymianie międzynarodowej – ceny w tej kategorii spadają i naszym zdaniem tak dalej będzie w tym roku. Lekki wzrost w kwietniu 2017 r. spowodowany wzrostem cen biletów lotniczych był przejściowy. Dodatkowo aprecjacja złotego o 5% (w ujęciu NEER) w okresie grudzień-maj może wywołać presję w dół na ceny towarów podlegających wymianie (wg NBP o ok. 0,25 pp w horyzoncie II kw).
- Bazowa część koszyka inflacyjnego niepodlegająca wymianie międzynarodowej zanotowała istotną zmianę trendu, a dynamika cen w tej kategorii wzrosła z 0,8% r/r we wrześniu 2016 r. (najniższy poziom od lat) do 2,5% r/r w kwietniu 2017 r. (najwyżej od października 2012 r.). Ponadto wzrostowa tendencja była widoczna w większości podkategorii. Naszym zdaniem wzmacniająca się konsumpcja prywatna będzie pchać ceny towarów niewymiennych dalej w górę czyniąc z tej kategorii główny motor inflacji pod koniec 2017 r.

Indeks światowych cen żywności i ropy naftowej
(2002-2004=100)



Źródło: FAO, Bloomberg, BZ WBK

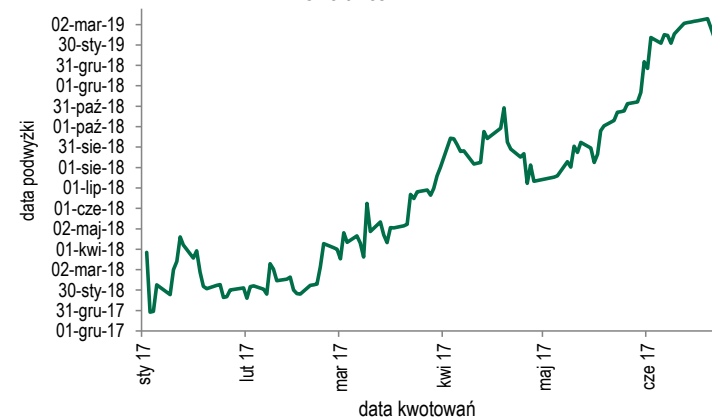
Rozbicie inflacji



Źródło: Eurostat, BZ WBK

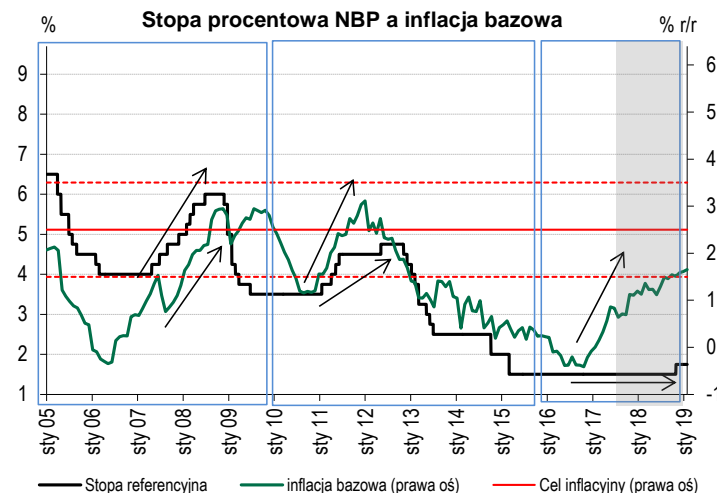
- Ostatnie posiedzenia RPP były pokazami gołębkości, a bank centralny przekonał inwestorów, że przed długi czas nie zmieni swojej polityki. W rezultacie wycena pierwszej podwyżki stóp o 25 pb wg rynku FRA przesunęła się na początek 2019 r.
- Spadek inflacji od lutego, brak silnej presji płacowej i wyraźna aprecjacja złotego stanowią jeszcze silniejszą podstawę do przedłużenia okresu stabilnych stóp. Czynnikiem, który mógłby odmienić sytuację jest oczekiwany przez nas pod koniec 2017 r. wzrost bazowego wskaźnika CPI do 1,5% r/r. Może to być ważny moment z punktu widzenia polityki monetarnej.
- Zauważyliśmy, że czynnikiem wyzwalamym podwyżki stóp w dwóch poprzednich kadencjach RPP był wzrost CPI powyżej celu 2,5% i, nawet w większym stopniu, wzrost inflacji bazowej powyżej 1,5% r/r. Przekroczenie przez CPI 2,5% w tym i przyszłym roku staje się coraz mniej prawdopodobne, a ostatnie odczyty potwierdzają zahamowanie wzrostu inflacji. Wciąż jednak spodziewamy się, że inflacja bazowa sięgnie w tym roku historycznie ważnego poziomu 1,5%.
- Sądzymy jednak, że obecna RPP utrzyma politykę „wait-and-see” tak długo, jak tylko będzie to możliwe. Nie spodziewamy się podwyżek stóp procentowych w Polsce przed końcem 2018 r.

Termin podwyżek stóp przez RPP implikowany z kontraktów FRA



Źródło: Reuters, BZ WBK

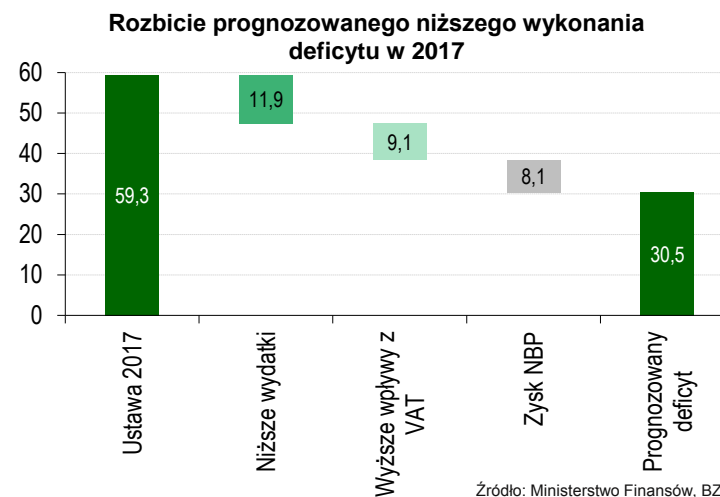
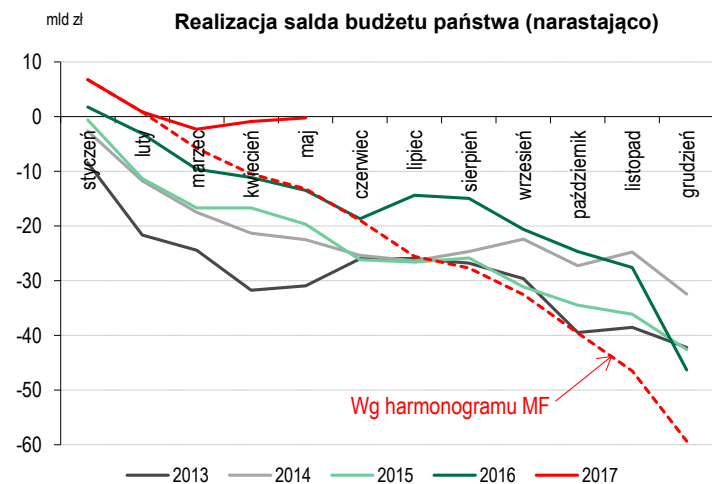
Stopa procentowa NBP a inflacja bazowa



Źródło: NBP, BZ WBK

Polityka fiskalna: deficyt centralny w 2017 r. znacznie poniżej planowanego

- Według Ministerstwa Finansów w okresie styczeń-maj deficyt budżetowy wyniósł ok. 200 mln zł i był wyraźnie niższy od planowanego (ok. 13 mld zł na koniec maja). Przychody były powyżej oczekiwań (105,5% realizacja w kwietniu), a wydatki okazały się niższe (96,3% realizacja). Przychody z podatku VAT wzrosły o zaskakujące 31% r/r w ciągu pierwszych pięciu miesięcy. To przyspieszenie można wyjaśnić wysoką konsumpcją i poprawą ściągalności podatkowej, a dodatkowe 10 pp do przychodów dodały przesunięcia terminów zwrotu VAT. Przychody z CIT wzrosły o 14,3% r/r, a z PIT o 7,4% r/r.
- Przychody w 2017 r. wesprze zysk NBP, który doda 8,7 mld zł do budżetu centralnego (versus 0,6 mld zł założone w ustawie budżetowej).
- Całkowity planowany na 2017 r. deficyt wynosi ok. 59 mld zł, ale pierwsze miesiące roku wspierają oczekiwania, że wynik będzie o wiele lepszy. Wg nas deficyt może wynieść nawet ok. 30 mld zł. Warto przypomnieć jednak, że w ostatnich miesiącach zeszłego roku rząd zdecydował się zwiększyć wydatki, prowadząc do większego deficytu na koniec 2016 r. i niższych wydatków w 2017 r. Można więc przypuszczać, że ta historia powtórzy się w tym roku, co uplasuje finalny deficyt budżetowy ponad 30 mld zł.



- Prace nad budżetem na 2018 r. ciągle trwają i wciąż znamy niewiele szczegółów. Naszym zdaniem rząd nadal będzie zdeterminowany do utrzymania deficytu sektora instytucji rządowych poniżej 3% PKB.
- W 2018 r. stabilizująca reguła wydatkowa pozwoli na wzrost wydatków rządowych o ok. 5% (do ok. 800 mld zł). Wiceminister Leszek Skiba powiedział ostatnio, że różnica ta zostanie pochłonięta przez koszty zmniejszenia wieku emerytalnego, wyższe finansowanie projektów ze środków unijnych i wyższe wydatki lokalnych samorządów, uniemożliwiając dalszy wzrost wydatków rządowych. Według nieoficjalnych informacji MF podanych przez Dziennik Gazeta Prawna rząd będzie musiał obniżyć wydatki o 9 mld zł, by nie przekroczyć limitu. Może to głównie zaważyć na wydatkach inwestycyjnych.
- Naszym zdaniem jeśli sytuacja gospodarcza pozostanie niezmienną i przychody do budżetu w 2018 r. będą nadal stabilnie rosły, gwarantując niskie ryzyko deficytu rząd może mieć pokusę aby zwiększyć wydatki ponad limit, co oczywiście wymagałoby zmian w regule wydatkowej. Przypominamy, że rząd już zmienił regułę w grudniu 2015 r. pozwalając na wzrost wydatków o dodatkowe 15 mld zł w 2016 r. Zmiana ta nie zyskała wówczas uwagi rynku, ponieważ inwestorzy skupieni byli na innych kwestiach, ale tym razem może to naszym zdaniem zostać negatywnie przyjęte przez rynek.

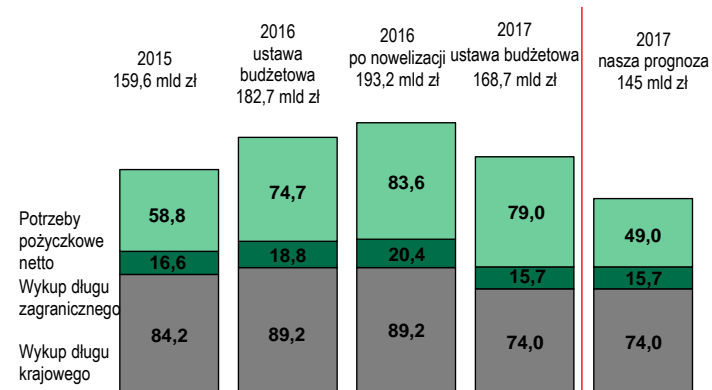
Limit wydatków według Stabilizującej Reguły Wydatkowej



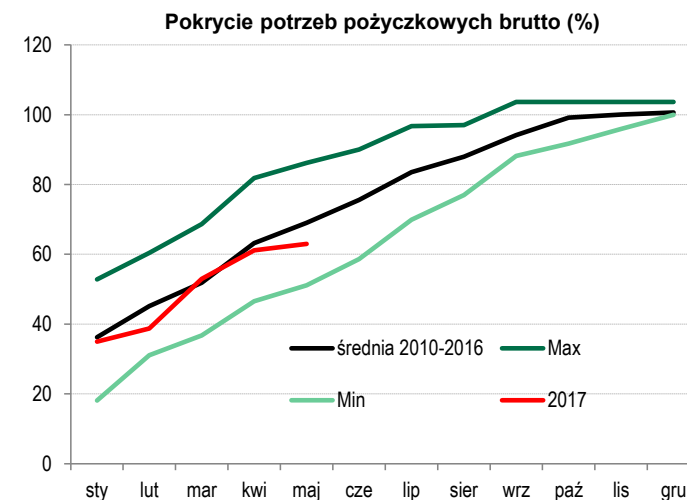
Źródło: Ministerstwo Finansów, Dziennik Gazeta Prawna, BZ WBK

- Rządowe plany przekształcenia drugiego filaru systemu emerytalnego zostały ogłoszone rok temu (opisywaliśmy je w [MAKROskopie z lipca-sierpnia 2016 r.](#)) i mają zostać wdrożone na przełomie bieżącego roku. Ustawodawstwo nie jest jeszcze gotowe, ale główna idea pozostaje bez zmian. Będzie to miało wpływ na aktywa warte 176 mld zł.
- 75% aktywów z otwartych funduszy emerytalnych (OFE) zostanie przeniesionych na indywidualne, prywatne konta emerytalne IKZE (dobrowolna część III filara). Teoretycznie pozwoli to na wypłatę oszczędności przed osiągnięciem wieku emerytalnego, aczkolwiek po opłaceniu wysokiego podatku. Ok. 85% portfela OFE to akcje polskie, więc transfer ten może być w całości akcyjny.
- 25% aktywów OFE trafi do zarządzanego przez rząd Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) i zostanie zarejestrowanych na indywidualnych kontach w ZUS, I filarze systemu emerytalnego. FRD jest podmiotem zapewniającym fundusze na przyszłe płatności emerytalne w celu złagodzenia wzrostu wskaźnika obciążeń demograficznych, ale rząd może swobodnie decydować, kiedy przelać pieniądze do budżetu centralnego.
- Składki emerytalne nie będą dalej dzielone między OFE a ZUS, więc ZUS będzie w znacznie mniejszym stopniu dotowany z budżetu centralnego. Inną różnicą będzie polityka inwestycyjna obejmująca aktywa, które mają zostać przeniesione z OFE. Od 2013 roku OFE nie mogą inwestować w polskie obligacje skarbowe, ale nadal posiadają papiery o wartości 2 mld zł. 75% aktywów objęta zostanie 7-letnim okresem przejściowym ze stopniowo zmniejszającym się udziałem akcji (i zapewne ograniczeniami w wypłatach), a po tym okresie ograniczenia zapewne znikną.
- 25% będzie zarządzane przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR). Oznacza to, że dla ok. 44 mld zł, które obecnie nie mogą być zainwestowane w papiery rządowe, reforma natychmiast otworzy szanse na konwersję na obligacje. Ustawa o FRD określa wytyczne, zgodnie z którymi aktywa muszą być inwestowane w maksymalnie bezpiecznej formie. Większość aktywów, do których fundusz może inwestować, to obligacje sektora instytucji rządowych i samorządowych (n skarbowy, komunalny i instytucji państwowych, obligacje drogowe, depozyt w Ministerstwie Finansów).

- MF planuje emisję obligacji w 2H17 na 9 aukcjach. Wiceminister finansów Piotr Nowak ogłosił, że dzięki dobrej sytuacji płynnościowej budżetu oraz zysku NBP w wysokości 9,2 mld zł podaż w III kw. będzie ograniczona do zaledwie 10 mld zł. Na czerwcowej aukcji zamiany resort rozpoczął prefinansowanie potrzeb pożyczkowych w 2018 r. odkupując obligacje WZ0118. Zadłużenie do spłacenia w 2017 r. wynosi obecnie 22,8 mld zł.
- Naszym zdaniem tegoroczny deficyt może być niższy nawet o 30 mld zł niż przyjęty w ustawie budżetowej (patrz strona 18), a więc potrzeby pożyczkowe brutto w 2017 r. wyniosą ok. 140 mld zł wobec 168,7 mld zł
- MF poinformowało, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są pokryte w 68%, nieco poniżej poziomu z poprzednich lat. Jeśli przyjmiemy jednak, że prawdziwe potrzeby pożyczkowe mogą być niższe, to rzeczywiste pokrycie przekracza 80% (jeden z najwyższych w ostatnich latach).
- Niższy deficyt budżetowy teoretycznie pozwoli MF na ograniczenie podaży długu w II połowie roku do ok. 25 mld zł. Jednakże resort rozpocznie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych już w październiku, jeśli otoczenie rynkowe będzie korzystne, a tym samym podaż obligacji może nie być zmniejszona w tym roku.
- W 2017 r. wyemitowano obligacje zagraniczne łącznie za 1,5 mld zł (dług 10- i 20-letni w euro). W maju 2017 r. zadłużenie walutowe wyniosło 31,8% potrzeb pożyczkowych brutto, ale resort chce zmniejszyć ten udział do 30%.

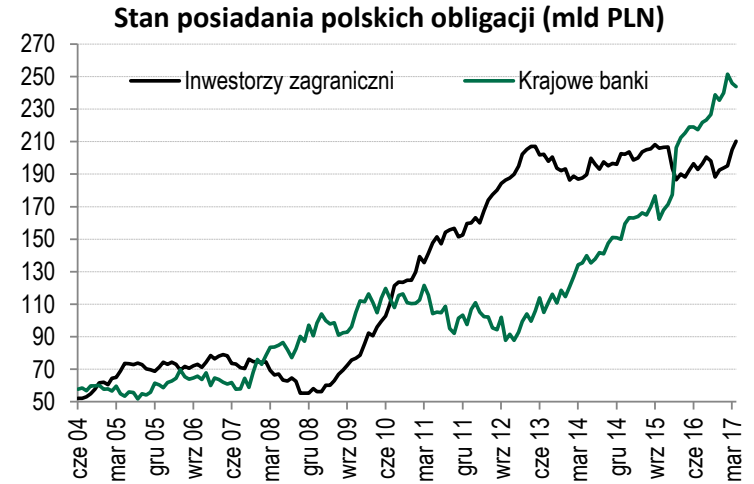


Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK



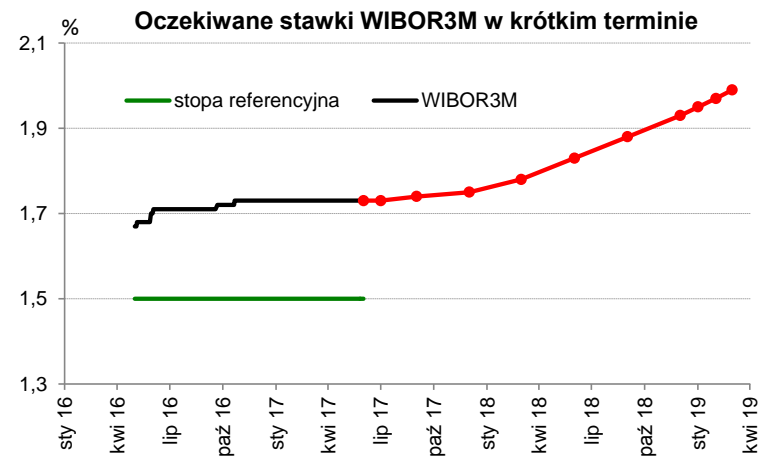
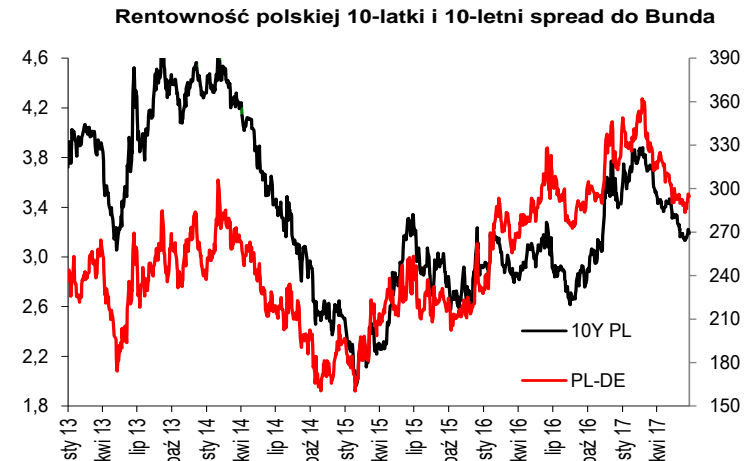
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

- W naszym raporcie na 2017 spodziewaliśmy się, że polskie banki będą największym nabywcą krajowych obligacji w tym roku. Tymczasem w okresie styczeń-kwiecień głównie nierezydenci kupowali obligacje (+17,6 mld zł), wśród których najwięcej zainwestowały fundusze inwestycyjne (+8 mld zł). Średnia ważona duration ich portfela wzrosła do 4,84 roku (z 4,7 roku na koniec 2016 r.). Ekspozycja nierezydentów na ryzyko stopy procentowej (mierzona DV01) również wzrosła do 25,5 z 20,6 na koniec 2016 r.
- Krajowe banki komercyjne kupiły obligacje o wartości 8,2 mld zł, co jest znacznie poniżej zakupów w porównywalnym okresie ubiegłego roku (44 mld zł).
- Wskaźnik kredytów do depozytów w polskim systemie bankowym w ciągu 2016 r. spadł zwiększając zdolność krajowych banków do inwestowania w obligacje. Jednak w ostatnich dwóch kwartałach wskaźnik ten odbił i spodziewamy się ożywienia w kredytach w związku z rosnącymi inwestycjami firm. Może to więc ograniczyć apetyt banków na obligacje rządowe.
- W tych warunkach popyt inwestorów zagranicznych może pozostać kluczowy w finansowaniu potrzeb pożyczkowych rządu zachęcony lepszymi perspektywami gospodarczymi oraz niższym ryzykiem politycznym i fiskalnym.



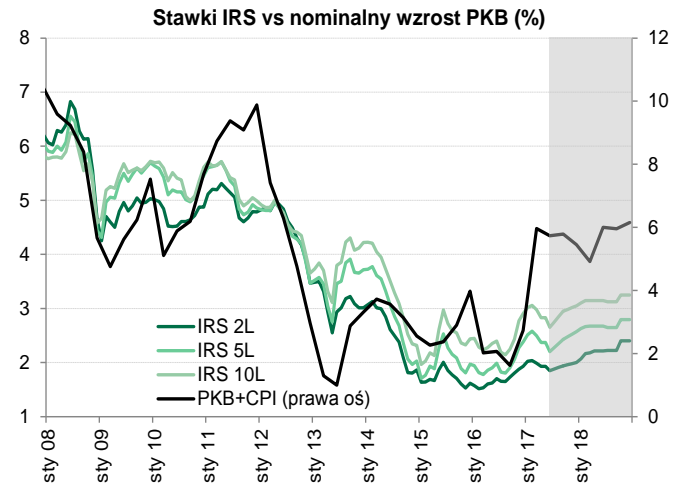
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

- W pierwszej połowie 2017 r. znacząco umocniły się polskie obligacje przy największym spadku na długim końcu krzywej (-30 pb), choć zmienność była dość duża z przedziałem wahań dla 10-latek ponad 65 pb.
- Spadek rentowności był w dużej mierze wywołany przez podobny ruch na rynkach bazowych (odwrócenie wzrostowego trendu związanego z wygraną Trumpa pod wpływem obaw, czy nowy prezydent USA będzie w stanie realizować swoje obietnice, plus spadek obaw o perspektywę inflacji w związku ze spadkiem cen surowców).
- Jednocześnie premia za ryzyko dla polskich aktywów zmniejszyła się z powodu kilku czynników: (a) niższego ryzyka geopolitycznego w Europie po wyborach w Holandii i Francji, (b) poprawy perspektyw gospodarczych i fiskalnych dla Polski, (c) zmniejszenia obaw inwestorów politykę polskiego rządu. Znalazło to odzwierciedlenie w zwężeniu spread asset swap (10-letni zawężił się do 50 pb na koniec maja) i spadku 10-letni spreadu do Bunda (poniżej 290 pb).
- Rada Polityki Pieniężnej zdołała przekonać inwestorów, że przez dłuższy czas nie zmieni swojej polityki. W rezultacie wycena przez FRA pierwszej podwyżki stóp procentowych o 25 pb przesunęła się na początek 2019 r.



Rynek stopy procentowej: stopy pod wpływem globalnych trendów i krajowej polityki pieniężnej

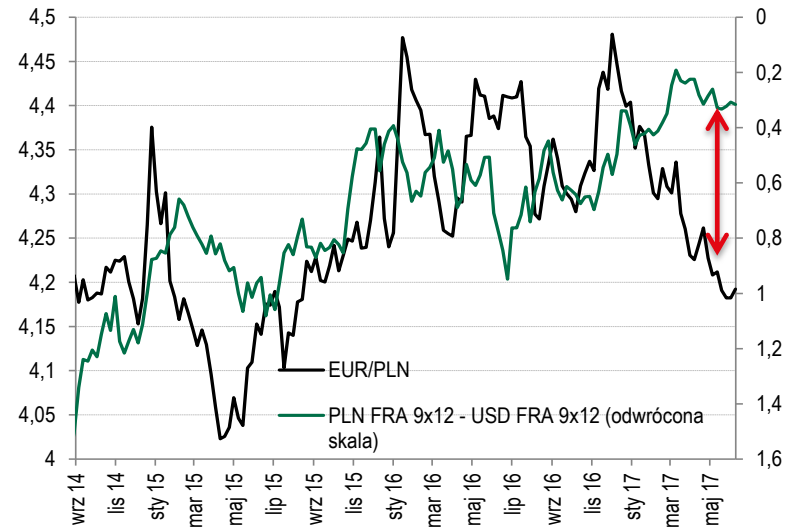
- Sądzymy, że krótki koniec krzywej rentowności i stopy rynku pieniężnego pozostaną na względnie niskich poziomach w następnych miesiącach, ponieważ stabilna inflacja i silny złoty będą dobrą wymówką dla banku centralnego, by nie korygować polityki pieniężnej.
- Sytuacja może stać się bardziej interesująca pod koniec roku, kiedy spodziewamy się wzrostu inflacji bazowej do 1,5% oraz przyspieszenia wzrostu płac. Wierzmy jednak, że RPP nie będzie się spieszyć ze zmianą retoryki na mniej gołębią. Inwestorzy mogą zacząć postrzegać tą sytuację jako błąd w sztuce RPP, co może wywołać rozszerzenie asset swap spreadów. W efekcie, stawki IRS będą wg nas rosły dość powoli w najbliższych kwartałach, chociaż sytuacja makro uzasadniałaby ich mocniejszy wzrost (korelacja między nominalnym wzrostem PKB a stawkami swapowymi była historycznie dość wysoka).
- Rynek obligacji powinien pozostać pod wpływem czynników globalnych. W lipcu krajowe rentowności mogą obniżyć się, zgodnie ze wzorcem sezonowym (w ostatnich 10 latach w lipcu rentowności wzrosły tylko raz) oraz pod wpływem mniejszych obaw o inflację na świecie. Jednak w swoim bazowym scenariuszu wciąż zakładamy stopniowy wzrost rentowności w strefie euro i USA ze względu na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej Fed-u i możliwe sygnały EBC przygotowujące rynek na wycofanie się z programu wykupu aktywów. Zakładamy, że rentowności polskich obligacji podążą za tym trendem, zwłaszcza na długim końcu krzywej.



Źródło: Reuters, GUS, BZ WBK

- W raporcie rocznym opublikowanym pod koniec 2016 r. spodziewaliśmy się, że złoty może pozostać pod presją w pierwszej połowie 2017 r. i umocnić się w II poł. roku wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego. Wbrew naszym oczekiwaniom przez pierwszych pięć miesięcy EUR/PLN kontynuował wyraźny ruch w dół i sięgnął około 4,18 (najniższy poziom od siernia 2015 r.).
- Krajową walutę wsparły szybko poprawiające się perspektywy gospodarcze, gołębia retoryka EBC i zmniejszone ryzyko geopolityczne w Europie po pozytywnych dla rynku wynikach wyborów w Holandii i Francji. Dzięki temu złoty był odporny na zacieśnianie polityki pieniężnej w USA, nawet w obliczu gołębiej retoryki RP
- W rezultacie złoty jest jak na razie w tym roku drugą najbardziej umacniającą się walutą z rynków wschodzących (po meksykańskim peso) do euro, dolara, franka szwajcarskiego i funta brytyjskiego.
- Trend aprecjacyjny wyhamował w czerwcu, ale spodziewamy się, że złoty w lipcu umocni się, po czym znowu osłabi w sierpniu ze względu na silny efekt sezonowy. Nasze aktualne prognozy EUR/PLN są znacznie poniżej przedstawionych w raporcie rocznym. Złoty jest walutą cykliczną i naszym zdaniem szybszy niż oczekiwano wzrost gospodarczy uzasadnia umocnienie PLN.

EUR/PLN i spread PL-US dla stawek FRA



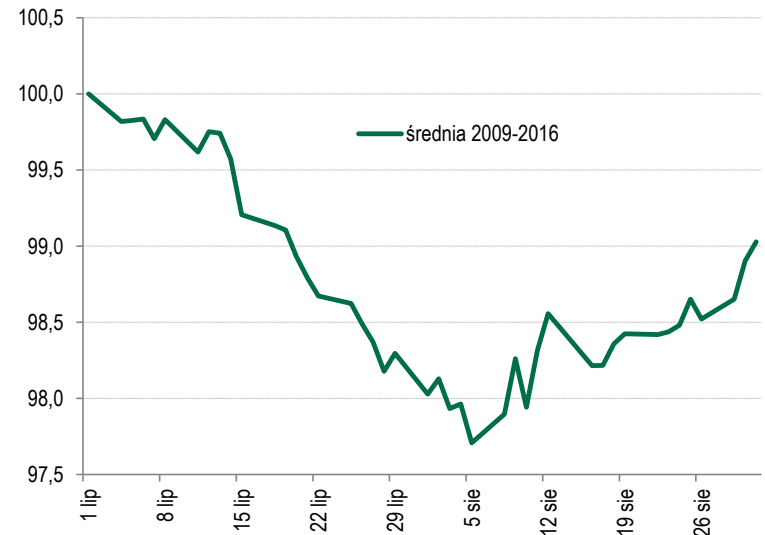
Źródło: Reuters, BZ WBK

EUR/PLN prognoza a realizacja

	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E
Prognoza z grudnia 2016	4.42	4.37	4.32	4.30
Realizacja / Obecna prognoza	4.32	4.21	4.25	4.23

- Ostatnie umocnienie złotego było w dużym stopniu napędzane poprawiającymi się perspektywami gospodarczymi, ale według nas czynnik ten może stracić na znaczeniu, gdyż w następnych kwartałach nie oczekujemy jeszcze wyższego wzrostu PKB.
- Kolejnym argumentem przemawiającym za brakiem dalszej aprecjacji jest gołębia retoryka polskiego banku centralnego i możliwość utrzymania niezmiennych stóp nawet do końca 2018 r. Jednocześnie Fed pozostaje jastrzębi i możliwe jest dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w USA. W rezultacie, pod koniec roku zawężający się dysparytet stóp mógłby uderzyć w złotego.
- Czynniki sezonowe zapewne płyną na trajektorię złotego w lecie. Zazwyczaj krajowa waluta osłabia się w sierpniu po lipcowym umocnieniu. W sierpniu wiele przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym wypłaca dywidendy, które chwilowo zwiększają popyt na główne waluty obce. W tym roku dywidendy banków będą znacznie niższe z powodu restrykcyjnych rekomendacji KNF. Trzeba jednak pamiętać, że w ubiegłym roku nawet bez tych restrykcji ich udział w całości dywidend wypłaconych zagranicznym inwestorom przez polskie firmy wyniósł zaledwie ok. 7%. Jednocześnie zysk netto firm w Polsce wzrósł w 2016 r. o 20% r/r. Sądzymy więc, że niższe dywidendy banków nie powinny zmienić sezonowej ścieżki waluty.

EUR/PLN (1 lipca = 100)



Źródło: Reuters, BZ WBK

Polska		2015	2016	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
PKB	mld PLN	1,798.3	1,851.2	1,953.0	2,066.5	453.8	474.4	477.7	547.2	474.1	503.3	507.0	582.2
PKB	% r/r	3.8	2.7	3.8	3.5	4.0	3.8	4.0	3.6	2.9	3.7	3.6	3.8
Popyt krajowy	% r/r	3.3	2.4	3.5	3.8	4.1	3.7	3.6	2.8	3.4	3.9	3.9	4.0
Spożycie indywidualne	% r/r	3.0	3.8	4.4	4.0	4.7	4.5	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6.1	-7.9	5.2	7.0	-0.4	3.0	6.5	8.1	7.0	7.0	7.0	7.0
Stopa bezrobocia*	%	9.7	8.3	7.0	6.2	8.1	7.1	6.9	7.0	7.1	6.3	6.1	6.2
Rachunek bieżący	mld EUR	-2,653	-1,273	-472	-1,699	1,013	521	-2,199	192	928	249	-2,740	-136
Rachunek bieżący	% PKB	-0.6	-0.3	-0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
Wynik general government	% PKB	-2.6	-2.4	-2.5	-2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	-0.9	-0.6	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	2.2	2.4	2.4
CPI*	% r/r	-0.5	0.8	1.6	2.4	2.0	1.8	2.0	1.6	1.8	2.2	2.4	2.4
Inflacja bazowa	% r/r	0.3	-0.2	0.8	1.4	0.3	0.8	0.8	1.1	1.3	1.3	1.5	1.6

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

* na koniec okresu

Polska		2015	2016	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Stopa referencyjna*	%	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	%	1.75	1.70	1.73	1.77	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.90
Rentowność obligacji 2L	%	1.70	1.63	2.02	2.35	2.10	1.94	1.94	2.10	2.25	2.32	2.32	2.50
Rentowność obligacji 5L	%	2.21	2.35	2.85	3.14	3.03	2.75	2.65	2.98	3.12	3.12	3.10	3.24
Rentowność obligacji 10L	%	2.69	3.04	3.48	3.81	3.72	3.31	3.27	3.63	3.78	3.80	3.77	3.90
2-letni IRS	%	1.72	1.68	1.95	2.25	2.02	1.90	1.89	1.98	2.14	2.22	2.22	2.40
5-letni IRS	%	2.02	1.96	2.41	2.69	2.53	2.31	2.26	2.52	2.66	2.67	2.65	2.79
10-letni IRS	%	2.41	2.39	2.88	3.16	3.02	2.77	2.73	3.02	3.13	3.15	3.12	3.25
EUR/PLN	PLN	4.18	4.36	4.25	4.22	4.32	4.21	4.23	4.22	4.20	4.23	4.23	4.22
USD/PLN	PLN	3.77	3.95	3.84	3.61	4.06	3.83	3.76	3.72	3.67	3.64	3.59	3.55
CHF/PLN	PLN	3.92	4.00	3.89	3.68	4.04	3.89	3.85	3.78	3.72	3.71	3.68	3.61
GBP/PLN	PLN	5.77	5.35	4.84	4.70	5.03	4.92	4.73	4.69	4.67	4.67	4.64	4.64

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK. * na koniec okresu

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 23.06.2017 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@bzwbk.pl

serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga 22 534 18 88
Główny Ekonomista

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luzziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Izabela Sajdak, CFA 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

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 KTÓRAKOLWIEK 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 KTÓRAKOLWIEK SPÓŁKĄ WYMIENIONĄ W TEJ PUBLIKACJI. NINIEJSZA PUBLIKACJA NIE JEST PRZEZNACZONA DO UŻYTKU PRYWATNYCH INWESTORÓW. KLIENCI POWINNI KONTAKTOWAĆ SIĘ Z ANALITYKAMI BANKU ORAZ PRZEPROWADZAĆ TRANSAKCJE POPRZECZ 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.