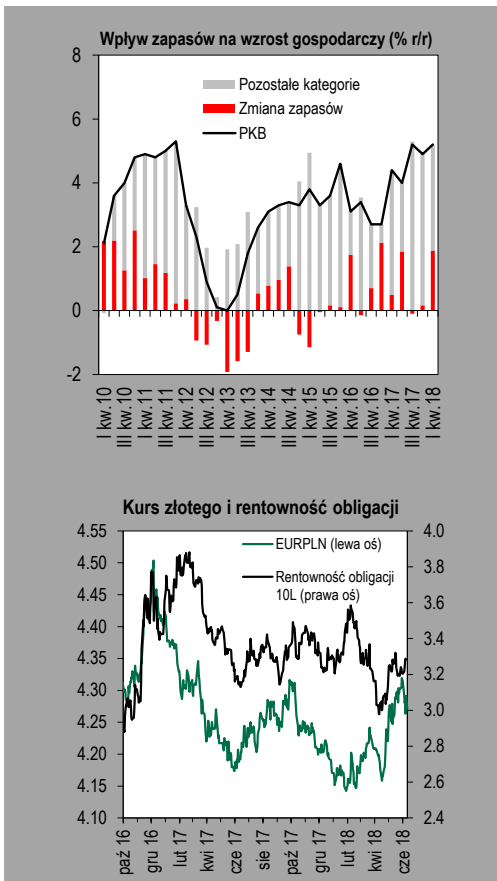


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 2018

## Zapasy wzrostu



### W tym miesiącu:

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

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

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

■ Podczas gdy większość europejskich gospodarek zanotowała w I kw. 2018 spowolnienie, Polska znowu zaskoczyła na plus tempem wzrostu PKB 5,2% r/r i odsezonowanym 1,6% kw./kw. (jednym z czterech najlepszych wyników w ostatnich dziesięciu latach). Wynik ten ponownie był najlepszy w całej Unii Europejskiej. Struktura wzrostu była równie interesująca co ogólna dynamika z zapasami będącymi głównym źródłem pozytywnej niespodzianki dodającymi prawie 2 pkt. proc. do wzrostu PKB. Pozostałe komponenty nieco rozczarowały. Sądzimy jednak, że dane potwierdzają zakładany przez nas scenariusz z konsumpcją prywatną pozostającą najważniejszym silnikiem wzrostu i odradzającymi się powoli po okresie stagnacji inwestycjami. Chociaż trudno będzie utrzymać 5% tempo wzrostu, aktywność ekonomiczna powinna pozostać na solidnym poziomie z popytem krajowym grającym pierwsze skrzypce. Biorąc pod uwagę wyższy punkt startowy i poprawiającą się sytuację fiskalną (która daje naszym zdaniem więcej miejsca na ekspansję), **zdecydowaliśmy się nieznacznie podnieść prognozę wzrostu PKB w 2018 do 4,5% z 4,3%.**

■ Chociaż tempo wzrostu gospodarczego zaskakuje na plus, inflacja w dalszym ciągu kształtuje się poniżej oczekiwań. Ruch spadkowy odwrócił się dzięki wyższym cenom paliw, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami, ale wygląda na to, że odbicie CPI będzie słabe oraz przejściowe z inflacją rosnącą jedynie nieznacznie powyżej 2% w czerwcu i wracającą do 1,5% na koniec roku. Jak napisaliśmy ostatnio w [raporcie specjalnym](#), **presja płacowa powinna się nasilić za kilka kwartałów, ale nie wcześniej bowiem firmy wciąż są w dobrej sytuacji dzięki dobrym wynikom zanotowanym w ostatnich dwóch latach.**

■ To sprawia, że nie zmieniamy naszego założenia, że **RPP nie będzie się spieszyć ze zmianą nastawienia w polityce pieniężnej.** Ostatnie wypowiedzi członków Rady potwierdziły naszym zdaniem, że pierwsza podwyżka stóp możliwa jest nie wcześniej niż pod koniec 2019.

■ Nadzwyczaj dobre wyniki gospodarcze i fiskalnie nie zdołały uchronić krajowych aktywów przed falą awersji do ryzyka jaka pojawiła się na rynkach wschodzących w ostatnich tygodniach. Napięcie polityczne we Włoszech, ryzyko wojen handlowych, mocny dolar czy oczekiwania na dalszą normalizację polityki pieniężnej przez główne banki centralne spowodowały wyprzedaż aktywów na rynkach wschodzących, zwłaszcza tych z dużymi deficytami na rachunku obrotów bieżących i zadłużeniem w dolarach. Chociaż Polska nie jest w grupie najbardziej narażonych państw, to **fakt, że kraje rozwijające się zacieśniły politykę pieniężną 22 razy w tym roku chcąc zatrzymać odpływ kapitału zagranicznego, a krajowa RPP utrzymuje gołębnie nastawienie, może być jednym z czynników ograniczających atrakcyjność polskich aktywów.**

■ Chociaż na początku czerwca złoty odrobił część strat, to od połowy kwietnia krajowa waluta nadal jest siódmą najsłabszą z rynków wschodzących. **Widzimy potencjał do umocnienia złotego w krótkim terminie** (czerwiec-lipiec) dzięki zakładanej deprecjacji dolara, stabilizacji na globalnym rynku i solidnym danym z kraju. Sierpień jest zazwyczaj okresem osłabienia złotego.

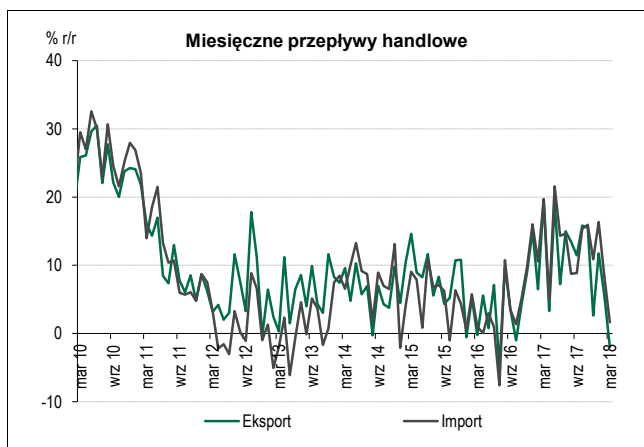
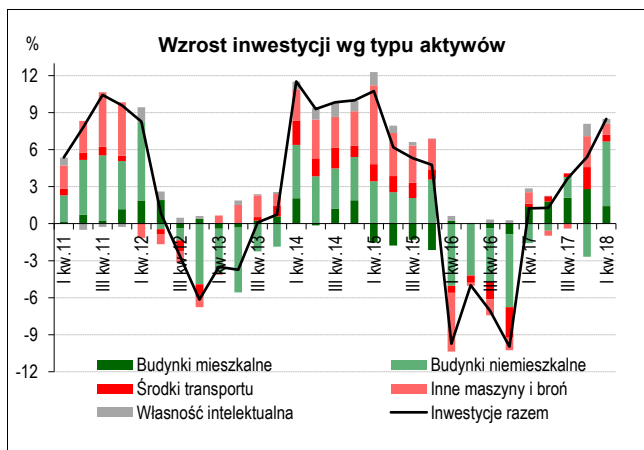
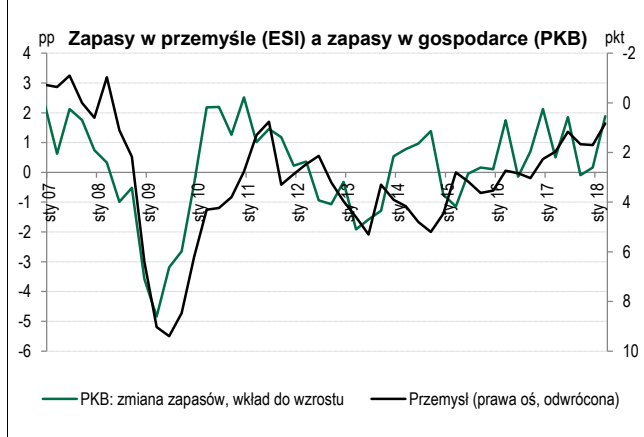
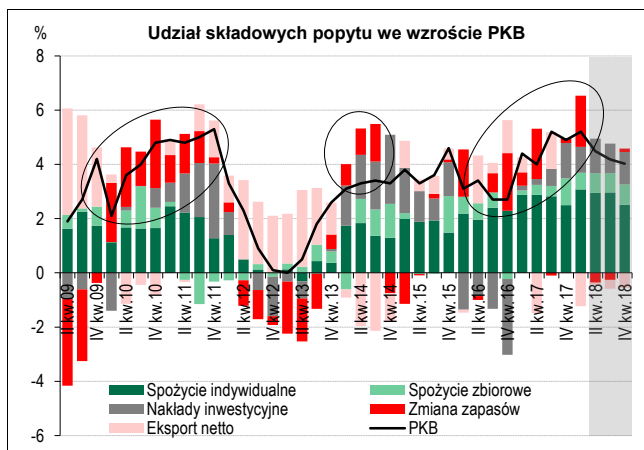
■ Odnośnie rynku długu, **spodziewamy się umiarkowanego spadku rentowności po czerwcowych posiedzeniach EBC i FOMC**, ponieważ naszym zdaniem retoryka banków centralnych powinna uspokoić inwestorów obawiających się końca ery taniego pieniądza.

### Na rynku finansowym 11 czerwca 2018 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,70	EURPLN	4,2717
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,57	USDPLN	3,6247
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,28	CHFPLN	3,6760

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.06.2018 r.

## Gospodarka Polski



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

**PKB znów na szczycie w I kw. 2018**

W I kw. 2018 tempo wzrostu PKB wyniosło 5,2% r/r, podczas gdy powszechnie oczekiwano, że spowolnienie rozpoczęło się wraz z początkiem nowego roku po tym jak w III kw. PKB wzrósł o 5,2%. Tymczasem, okazało się, że gospodarka ponownie przyspieszyła do cyklicznego szczytu. Po odsezonowaniu, dynamika odbiła do 5% r/r (z 4,4% r/r i wobec 5,4% r/r w III kw. 2017) oraz 1,6% kw/kw (co jest jednym z najlepszych wyników od czasu kryzysu finansowego, który wybuchł 40 kwartałów temu).

**Mocne zapasy to niekoniecznie problem**

Imponujący powrót PKB ponad 5% w I kw. wydaje się opierać na niezbyt trwałych fundamentach. Struktura wzrostu rozczarowała po tym jak okazało się, że jedynym źródłem pozytywniej niespodzianki były zapasy, które dodały 1,9 pkt. proc. do wzrostu po zaledwie 0,2 pkt. proc. w IV kw. 2017. Wiadomość ta sama w sobie nie jest zła dla kolejnych kwartałów, wszakże w II kw. 2017 zmiana zapasów dodała 1,9 pkt. proc. na kwartał przed ustanowieniem najwyższego punktu dynamiki PKB w cyklu. W IV kw. 2016 wkład zapasów wyniósł 2,1 pkt. proc. (z 2,7% r/r wzrostu PKB) po czym w I kw. 2017 dynamika przyspieszyła do 4,4%. W zasadzie, wysoki udział zapasów w PKB jest typowy dla szczytowej fazy cyklu koniunkturalnego w Polsce.

Solidny przyrost zapasów w I kw. 2018 może wyglądać jak czynnik ryzyka w obliczu wolniejszego wzrostu w strefie euro w tym okresie, który mógł spowodować, że polskie firmy zostały z większą ilością niesprzedanego towaru. Indeksy nastroju w biznesie śledzące zachowanie zapasów dały potwierdzenie tej tezy. Jest jednak jeszcze jedna możliwa opcja – podwyższone zapasy mogą być niezakończonymi inwestycjami w budynki i infrastrukturę, na zbyt wczesnym etapie wykonania by zostały zaliczone do inwestycji. Zaskakująco duży udział zapasów może również być wynikiem trudności w poprawnej klasyfikacji danych przez GUS. Kolejne rewizje danych mogą pokazać, że część zapasów zostanie przekwalifikowana na inne kategorie, jak inwestycje lub konsumpcja prywatna (te komponenty wyglądały na szczególnie niedoszacowane w I kw.). Zdarzało się to już w przeszłości.

**Niedoszacowanie innych składowych PKB?**

Tempo wzrostu konsumpcji prywatnej spowolniło do 4,8% r/r z 5,0% w IV kw. 2017. Wzrost dochodów gospodarstw domowych oraz rekordowo wysokie wskaźniki nastrojów konsumentów były dobrymi powodami by oczekiwać utrzymania dynamiki konsumpcji na ok. 5%. Dlatego postrzegamy wynik z I kw. jako przejściowe, prawdopodobnie jednorazowe zaburzenie.

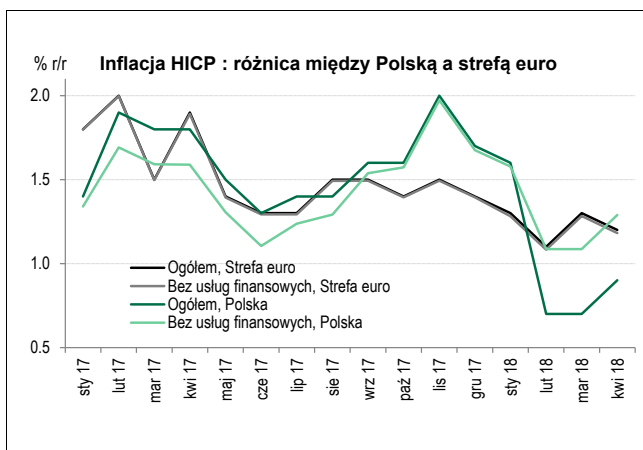
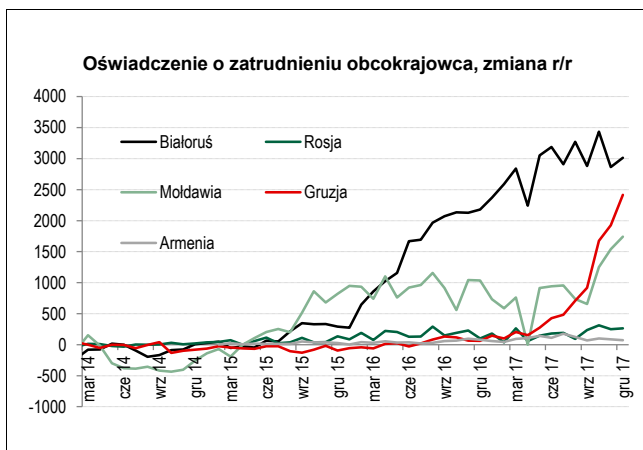
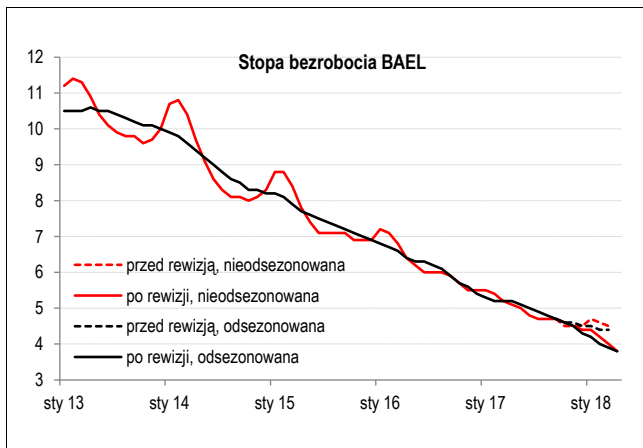
Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 8,1% r/r wobec 5,4% r/r w IV kw. 2017, co było niezłym wynikiem, ale oczekiwaliśmy jeszcze większej poprawy (do +10%). Inwestycje samorządów dodały 3 pkt. proc. po tym jak wzrosły o 83% r/r. Wg nas, inwestycje prywatne też zaczęły się odradzać, ale powoli (poniżej 5% r/r). W I kw., największy wpływ na wzrost miały inwestycje w infrastrukturę, podczas gdy maszyny i urządzenia dodały mniej niż w IV kw. 2017.

Eksport i import spowolniły gwałtownie – odpowiednio z 8,2% r/r do 1,1% (najwolniej od 2009) i z 8,9% r/r do 3,5%. W efekcie, eksport netto odjął 1,2 pkt. proc. z dynamiki PKB. Eksport był poniżej prognoz w okresie grudzień-luty, a 3-miesięczna suma negatywnych niespodzianek dla tej kategorii była znacznie większa niż w 2016 i 2017. Słabość widać było głównie w sektorach będących częścią globalnego łańcucha dostaw. W marcu eksport zaskoczył na plus, ale i tak zanotował pierwszy od 1,5 roku spadek (-2% r/r).

**Prognoza PKB w górę**

Pozytywna niespodzianka w I kw. podnosi punkt startowy dla ścieżki na cały rok a pozytywne wyniki strony fiskalnej skłoniły nas do podniesienia prognozy na IV kw. Zakładamy, że konsumpcja publiczna będzie mocna i limity wydatkowe będą wykorzystane (co będzie wymagało nowelizacji, jak w 2017). W efekcie, nasza prognoza na ten rok poszła w górę do 4,5% z 4,3%.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, BZ WBK

## Rynek pracy: im więcej danych, tym mniej wiemy

Odsezonowana stopa bezrobocia wg BAEL spadła w kwietniu do nowego rekordowego minimum na 3,8%. Eurostat istotnie zrewidował dane za poprzednie miesiące, w tym marcowe 4,4% do 3,9%. Przez ostatnie 12 miesięcy stopa bezrobocia spadła w Polsce o 1,4 pkt. proc. wobec 0,7 w strefie euro. Przed rewizją dane sugerowały raczej koniec 4-letniego trendu, podczas gdy teraz pokazują kontynuację.

Nieodsezonowana liczba bezrobotnych wyniosła w kwietniu 643 tys. i była mniejsza o 242 tys. r/r. Odczyty te dobrze odnoszą się do naszej uwagi z grudnia 2015, że w przypadku kontynuacji pozytywnych tendencji stopa bezrobocia mogłaby spaść do zera w ciągu czterech lat. 2,5 roku później Polska jest wciąż na dobrej drodze do osiągnięcia tak napiętej sytuacji na rynku pracy. Już teraz widać braki siły roboczej i presję na wzrost wynagrodzeń. Po tym jak w latach 2014-2016 płace w sektorze przedsiębiorstw rosły o ok. 4% r/r, obecnie tempo zbliża się do 8% r/r.

Dane o zatrudnieniu pokazują przeciwne trendy, prawdopodobnie z powodów metodologii. Kwartalne dane BAEL (nie biorące pod uwagę nierezydentów) pokazały spowolnienie wzrostu zatrudnienia do prawie 0% r/r, a dane miesięczne już wskazują na znaczne spadki r/r. Za to w sektorze przedsiębiorstw dynamika zatrudnienia uwzględniająca nierezydentów, wynosi 3,7% r/r. Wygląda na to, że spośród obecnie zatrudnianych nierezydenci stanowią wyraźną większość. Chociaż tempo wzrostu wynagrodzeń wyhamowało nieco zanim odbiło do 7,8% r/r w kwietniu, sądzimy, że dalsze przyspieszenie jest nieuniknione biorąc pod uwagę powyższe okoliczności.

Liczba osób aktywnych na rynku pracy spadła o 432 tys. r/r w I kw. br., wg danych BAEL. Nie było jednak gwałtownego spadku po tym jak w październiku 2017 obniżono wiek emerytalny. Wielu nowych emerytów wróciło do poprzednich zawodów i nie zasila grupy nieaktywnych zawodowo. Wg nas, inne czynniki sprawiły, że liczba aktywnych spada już od kilku kwartałów, m.in. program „500+”. Odsezonowana stopa aktywności zawodowej spadła w III kw. oraz IV kw. 2017 i pozostała stabilna w I kw. 2018 (obniżając się od II kw. 2017 o 0,5 pkt. proc. do 56,2%). Na szczęście, bardzo dobra koniunktura na rynku pracy i rosnące wynagrodzenia skłaniają do dalszej aktywności oraz przekonują nieaktywnych zawodowo do powrotu na rynek.

Wygląda też na to, że napływ imigrantów na polski rynek pracy nie zakończy się zbyt szybko. Chociaż tempo napływu Ukraińców nieco spowolniło, to nominalnie liczba przyjeżdżających osób pozostaje solidna. Co więcej, kilka innych narodowości też jest zainteresowanych polskim rynkiem pracy pomagając pokonać problem kurczących się zasobów siły roboczej. Rząd planuje ułatwić zatrudnianie imigrantów wydłużając okres legalnego pobytu na jednej wizie i umożliwiając małżonkowi legalnie zatrudnionego imigranta otrzymać pracę bez dodatkowej biurokracji.

## CPI znów poniżej oczekiwań

Według wstępnego szacunku CPI wzrósł w maju z 1,6% r/r do 1,7%. Inflację podbił wzrost cen paliw (5,4% m/m) w wyniku droższej ropy i osłabienia złotego. Wzrost CPI był niższy niż nasza prognoza oraz konsensus (1,9% r/r). Wynikało to z niespodziewanego spadku cen żywności o 0,3% m/m. Wg nas inflacja bazowa pozostała w maju na 0,6% r/r. Oczekujemy, że w czerwcu i lipcu wzrost CPI znajdzie się powyżej 2%, ale w dalszej części roku powróci poniżej tego poziomu przez efekt bazy.

Odchylenie polskiej inflacji HICP w dół od tego co dzieje się z cenami w strefie euro jest głównie wynikiem zachowania jednej kategorii, usług finansowych, które odnotowały od lutego spadki cen o 13-14% r/r.

W raporcie specjalnym przedstawiliśmy jedno z wyjaśnień czemu wzrost płac był niski w ostatnich latach i czemu, gdy się nasilił nie przełożyło się to na inflację, jak sugerowały historyczne relacje w danych. Nasze rozumowanie opiera się na analizie wyników finansowych przedsiębiorstw.

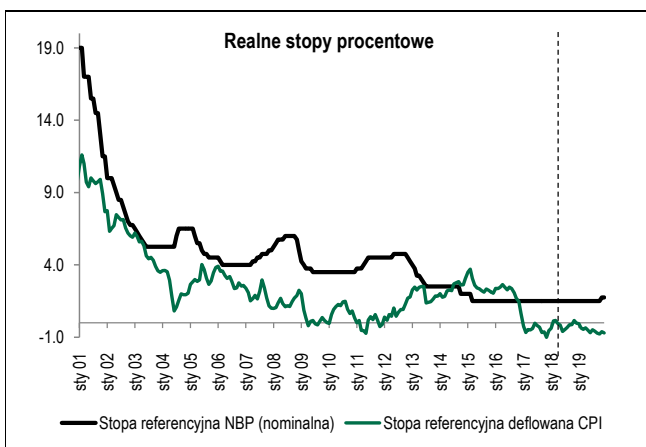
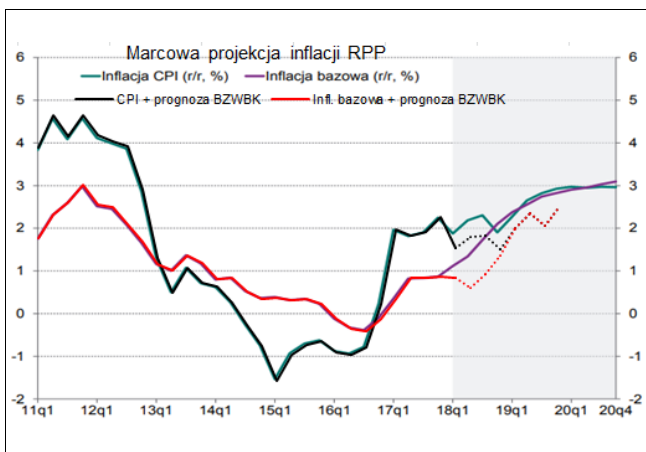
## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty czerwcowego komunikatu RPP

Mimo korzystnej globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Jednocześnie ceny ropy naftowej – mimo spadku w ostatnim okresie – są nadal wyraźnie wyższe niż rok temu..

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Niska pozostaje inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii.

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



Źródła: GUS, NBP, PAP, Reuters, BZ WBK

### RPP nadal preferuje stabilne stopy

RPP pozostawiła w czerwcu stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Komunikat został jeszcze bardziej skrócony co w nas jest dowodem na zgodność poglądów członków Rady odnośnie scenariusza utrzymania stóp bez zmian przez dłuższy czas. Zdaniem Rady, inflacja CPI jest umiarkowana, a bazowa jest niska.

W trakcie konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że ceny ropy, tempo wzrostu płac oraz słabszy złoty nie wygenerowały wzrostowej presji na inflację. Jego zdaniem, ścieżka inflacji w lipcowej projekcji może być niższa niż w poprzedniej i naszym zdaniem uwaga ta była próbą dalszego złagodzenia tonu w trakcie konferencji prasowej. Taka ocena nie jest jednocześnie daleka od oczekiwań rynku, po zaskoczeniach w dół ze strony danych inflacyjnych w tym roku.

Zdaniem Glapińskiego, tempo wzrostu płac spowolniło ostatnio, co jest sprzeczne z tym co widzieliśmy w danych (w sektorze przedsiębiorstw dynamika wzrosła z 6,7% do 7,8% r/r w kwietniu, mocniej niż oczekiwano). Jego zdaniem, stopy procentowe pozostaną stabilne w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, chyba że wystąpią jakieś szoki.

Eugeniusz Gatnar, uważany za jastrzębia, powiedział, że mógłby rozważyć podwyżkę stóp, gdyby napięcia inflacyjne nasiliły się, jednak obecnie nie widać sygnałów, że może nastąpić to w najbliższym czasie, zaś presja płacowa jest słabsza niż oczekiwał.

### Niepotwierdzone doniesienia Zubelewicza

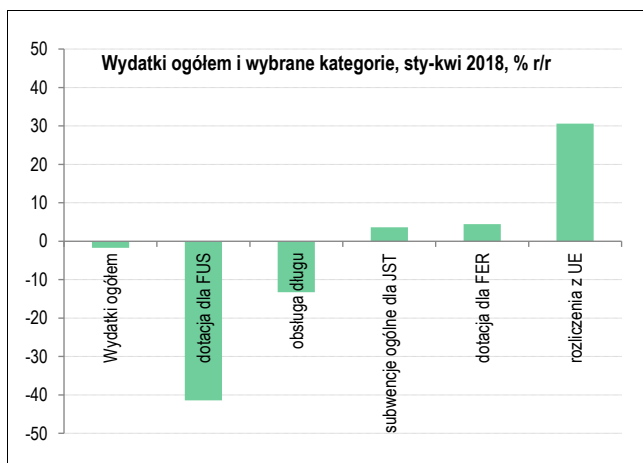
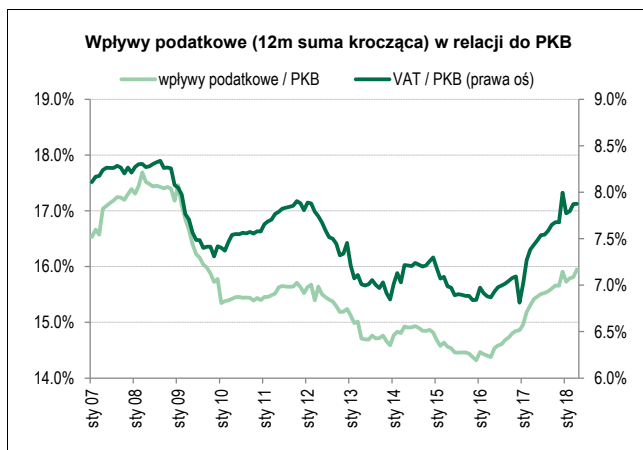
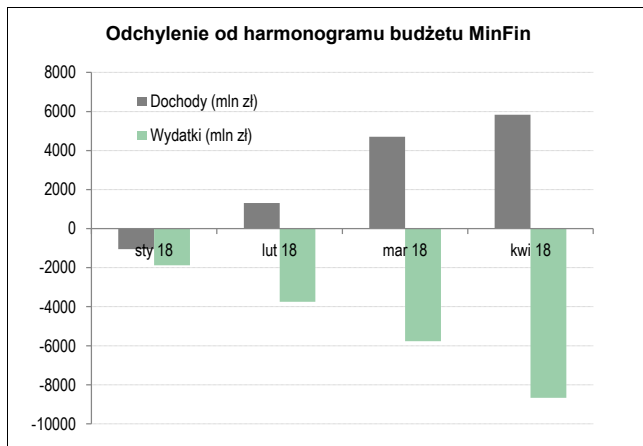
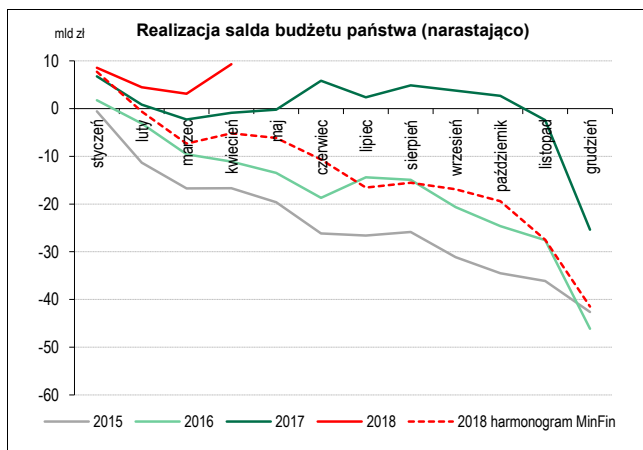
Przed czerwcowym posiedzeniem RPP, Kamil Zubelewicz zwrócił uwagę, że szanse na podwyżkę stóp ostatnio wzrosły, ale i tak nie należy się spodziewać zmian w trakcie obecnego horyzontu oddziaływania polityki pieniężnej. Wg niego układ sił w Radzie uległ zmianie, co widać po odrzuceniu w maju przez prezesa Adama Glapińskiego pomysłu obniżki stóp. Zubelewicz powiedział, że wobec wyższych cen ropy i większych wydatków budżetowych ubyło powodów dla obniżki stóp. Jego zdaniem do podwyżki powinno być dojdź dawno temu, główna stopa powinna już wynosić 2% a sygnałem do dalszych podwyżek mogłoby być przekroczenie 1,5% przez inflację bazową. Ta wypowiedź potwierdziła, że Zubelewicz jest najbardziej jastrzębiem w RPP.

Słowa Zubelewicza nie znalazły jednak potwierdzenia w czerwcowym komunikacie RPP ani w minutes z majowego posiedzenia. Co prawda w minutes przywrócono zdanie o tym, że niektórzy członkowie rozważyliby podwyżkę stóp gdyby płace dalej przyspieszały i wzrosły oczekiwania inflacyjne, ale na nowo dopisano też do dokumentu opinię, że należałoby rozważyć obniżkę, jeśli załamią się nastroje i wyniki gospodarki. Tych zapisów nie było w kwietniowej edycji, choć dodawano je we wcześniejszych miesiącach. Wzrost cen ropy w ostatnich miesiącach ożywił dyskusję podczas majowego posiedzenia, ale opinie członków były podzielone co do trwałości wpływu tego czynnika na inflację i oczekiwania inflacyjne.

### Następna podwyżka stóp pod koniec 2019

Ostatnie dokumenty RPP i konferencja prasowa nie sprawiły wrażenia, że wewnątrz Rady dokonana się zmiana poglądów. Poparcie dla utrzymywania stóp bez zmian w przewidywalnej przyszłości zdaje się szerokie i stabilne. Członkowie, którzy mogliby z czasem zaproponować podwyżkę stóp na razie nie mają dostatecznego oparcia w danych, żeby móc nakłonić innych do przyłączenia się do ich obozu. W rezultacie trzymamy się poglądu, że do kolejnego ruchu stóp dojdzie pod koniec 2019, o ile dynamika płac będzie nadal przyspieszać, CPI i inflacja bazowa zbliżą się do tego czasu do 2,5% r/r a projekcja inflacji zasygnalizuje ich dalszy wzrost w 2020.

## Pod lupą: polityka fiskalna



### Deficyt 2018 może być mniejszy o połowę

Po kwietniu budżet centralny miał 9,3 mld zł nadwyżki. Wpływy do budżetu wyniosły 125,5 mld zł (104,9% planu), wydatki 115,8 mld zł (93,0% planu). Wynik budżetu za sam kwiecień wyniósł +6,2 mld zł i był to najlepszy kwietniowy wynik od lat (przeciętny deficyt budżetu za kwiecień za lata 2010-2017 wyniósł 2,7 mld zł).

W kwietniu, przychody z CIT wzrosły o 71,8% r/r, przez przesunięcia w płatnościach podatku CIT za poprzedni rok – w tym roku 31 marca wypadł w sobotę. W efekcie firmy dokonywały płatności rocznego podatku dochodowego wyjątkowo w kwietniu. Dochody z PIT wzrosły o 21,4% r/r, zaś z VAT o 2,2% r/r.

Licząc narastająco od początku roku, przychody z PIT i CIT rosną w silnym dwucyfrowym tempie. Jednak przychody z VAT rosną wolniej i obecnie są jedynie o 1,1% wyższe niż w analogicznym okresie 2017 roku. Na przesterzeniu pierwszych kilku miesięcy roku roczna dynamika wzrostu była osłabiona przez efekt wysokiej bazy wywołany przez przesunięcia w zwrotach VAT na przełomie 2016 i 2017. Jednak słaby wynik w kwietniu sugeruje, że powtórzenie sukcesu z 2017 roku, kiedy przychody z VAT rosły w tempie 25% może być trudne do osiągnięcia.

Realizacja wydatków jest w tym roku wyraźnie niższa od planu, głównie dzięki niższej dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (-41,4% r/r w okresie styczeń-kwiecień) i niższe koszty obsługi długu (-13,3% r/r za okres styczeń-kwiecień) – co jest pochodną mocnego rynku pracy i niskich stóp procentowych. Według nas, wyniki zostaną utrzymane w kolejnych miesiącach.

Początek roku jest niezwykle dobry dla budżetu, odstaje tylko VAT. Uważamy, że nie można wykluczyć, że deficyt na koniec roku będzie ciężej niż założone 41,5 mld zł.

### Duże cięcia w polityce spójności i rolnej

Wg propozycji Komisji Europejskiej środki na politykę spójności w budżecie UE 2021-2027 mają być zmniejszone o ok. 10% w ujęciu realnym. Polska dostanie 23% mniej, głównie przez szybki rozwój gospodarczy z ostatnich lat oraz przez większy wpływ na podział środków czynników niezwiązanych z PKB, jak bezrobocie wśród młodych, poziom wykształcenia, imigracja. Propozycja zakłada cięcia rzędu 20% w ramach polityki spójności dla wielu innych krajów (Czechy, Estonia, Litwa, Węgry, Malta, Słowacja, Niemcy), więc trudno mówić, że w przypadku Polski będą wyjątkowo duże.

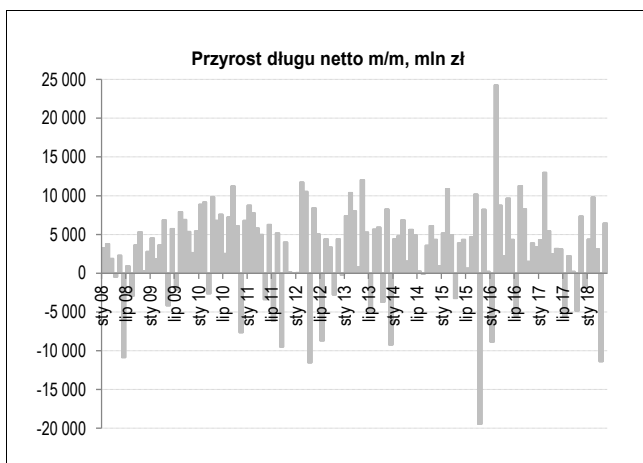
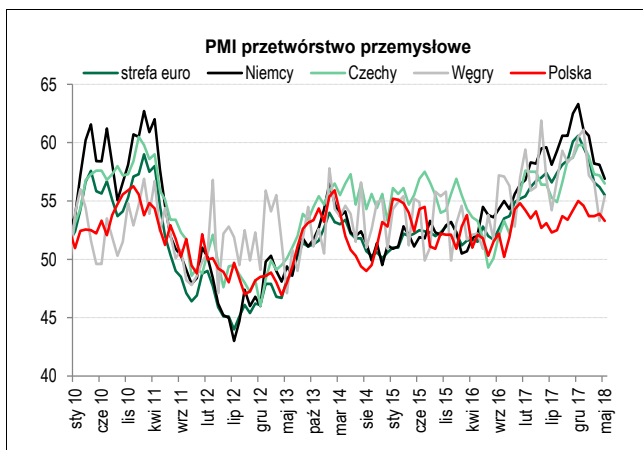
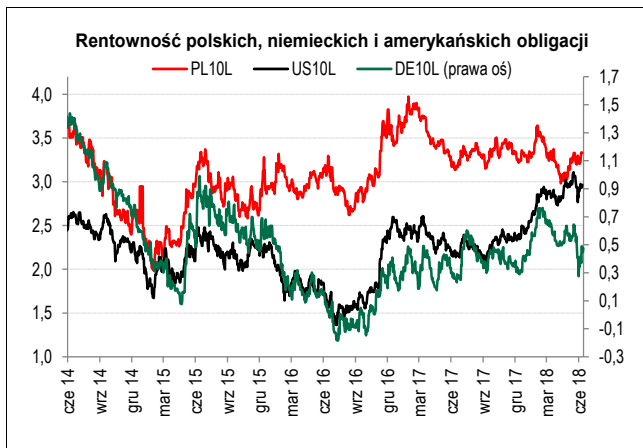
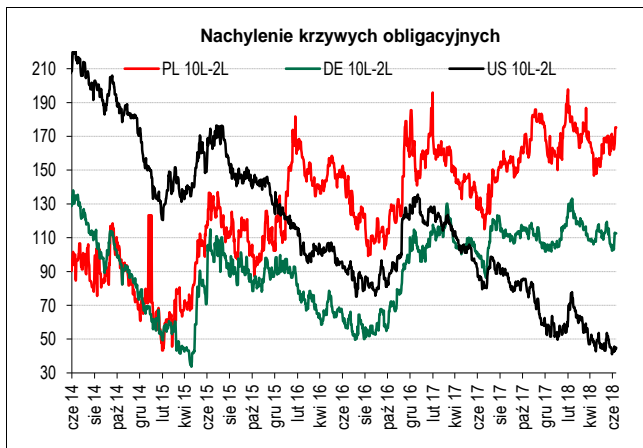
Budżet Wspólnej Polityki Rolnej ma być obniżony o 12% w cenach stałych. Środki Polski na dopłaty bezpośrednie zmniejszą się o 14% w cenach stałych. Na Program Rozwoju Obszarów Wiejskich dostaniemy o 25% mniej (innym krajom zaproponowano cięcia o 23-27%). Komisja planuje też wprowadzenie zmian w zasadach wypłaty środków beneficjentom, jak limit wypłat na jedno gospodarstwo rolne, degresywna stawka za hektar dla większych gospodarstw i mniej możliwości relokacji środków między programami.

Budżet UE i podział środków będą teraz negocjowane i rozmowy potrwają co najmniej do 2019 r. Budżet musi być przyjęty jednomyślnie, ale alokacja środków kwalifikowaną większością. Premier Mateusz Morawiecki zapowiedział już, że nie ma zamiaru poprzeć propozycji KE. Negatywnie do planu odniósł się również Parlament Europejski.

### Fitch utrzymał ocenę A- ze stabilną perspektywą

Podniesiona została prognoza PKB dla Polski na ten rok z 3,9% do 4,4% i na przyszły z 3,2% do 3,4%. Wyraźnie obniżono prognozy dla długu publicznego. Na koniec 2019 miałby wynieść 49,3% PKB zamiast 52% przewidywanych przez Fitch w grudniu. Mimo to agencja nie zdecydowała się na podniesienie perspektywy ze stabilnej do pozytywnej, wbrew naszym oczekiwaniom. Agencja wyraziła obawy, że cykl wyborczy wywrze presję na większe wydatki budżetowe i ma wątpliwości co do determinacji Polski do trzymania deficytu poniżej progu 3% PKB. Podkreśliła też po raz kolejny, że drogę do wyższego ratingu blokuje ponadprzeciętny dług zagraniczny (wobec innych krajów o tej samej ocenie) i stosunkowo niski PKB per capita.

## Rynek stopy procentowej



### Geopolityka i lepsze dane PKB z kraju zaszkodziły długowi

- Od końca kwietnia do drugiej dekady maja obserwowaliśmy wzrosty dochodowości na krajowym rynku długu. Przełożyły się one na wypchnięcie krajowej krzywej w górę o ponad 20 pb w segmencie 5L i 30 pb w segmencie 10L. Wpływ na to miały rosnące napięcie geopolityczne, pozytywne zaskoczenie danymi o PKB w Polsce w I kw., rosnące ceny ropy naftowej oraz obawy o nowy włoski rząd. Przełom maja i czerwca przyniósł odreagowanie, w reakcji na wyjaśnienie się sprawy powołania nowego rządu we Włoszech. W konsekwencji krzywa dochodowości w środku i długim końcu krzywej wzrosła o 4 pb, zaś stawki ASW10PL po skoku z +20 do +36 pb powróciły do +30 pb (podczas gdy 5L spadły do -5 pb). Zmiany w krótkim końcu krzywej nie przekroczyły 5 pb.

### Polskie obligacje między EBC i krajowymi danymi

- Do połowy czerwca oczekujemy stabilizacji krzywej, a w kolejnych tygodniach rentowności mogłyby spaść o ok. 10 pb. w segmencie 10L. W przypadku krótkiego końca krzywej oczekujemy 1-2 punktowego ruchu w dół. Zakładamy, że do połowy czerwca negatywnie na dług oddziaływać będą oczekiwania na konferencję ECB, na której europejski bank centralny może potwierdzić ograniczenie programu QE we wrześniu tego roku i zakończenie w grudniu. Sądzymy, że do tego czasu większe znaczenie dla rynku będą miały spekulacje na temat sugestii dotyczących normalizacji polityki monetarnej EBC oraz dalsze doniesienia z frontu wojny handlowej, niż publikowane dane. Naszym zdaniem, zaplanowane dzień wcześniej spotkanie Fed, na którym powinna mieć miejsce (w pełni wyceniona przez rynek) podwyżka stóp o 25 pb nie wpłynie na wyceny krajowego długu. W drugiej części miesiąca spodziewamy się przekierowania uwagi rynku na nadchodzące dane, w tym krajowe. Oczekujemy m.in. gorszych danych z polskiego przemysłu (w ślad za niższymi odczytami wskaźnika PMI za maj). Majowy odczyt produkcji będzie pod negatywnym wpływem czynników jednorazowych (dwa długie weekendy). W przypadku pozostałych danych (sprzedaży detalicznej, produkcji budowlano-montażowej czy płac) oczekujemy odczytów powyżej konsensusu. Zważywszy jednak, że postępujący od połowy ub.r. szybki wzrost dynamiki płac nie był w stanie przełożyć się na wyższą inflację czy drastyczne przyspieszenie sprzedaży detalicznej nie sądzimy, by inwestorzy zareagowali negatywnie na te dane. Niewielka podaż na aukcji w końcu czerwca (0-3 mld zł) także powinna pomagać krajowym obligacjom.

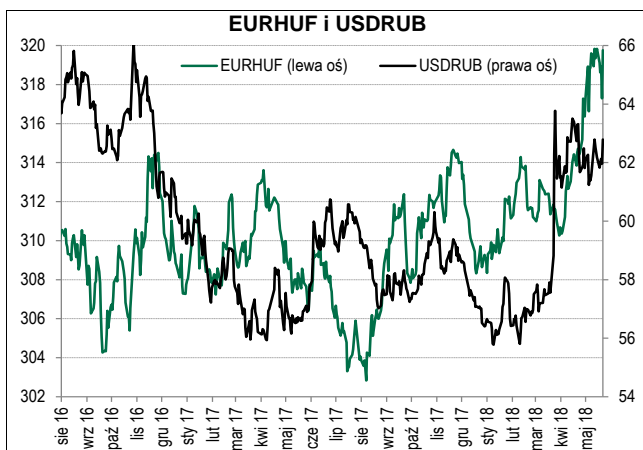
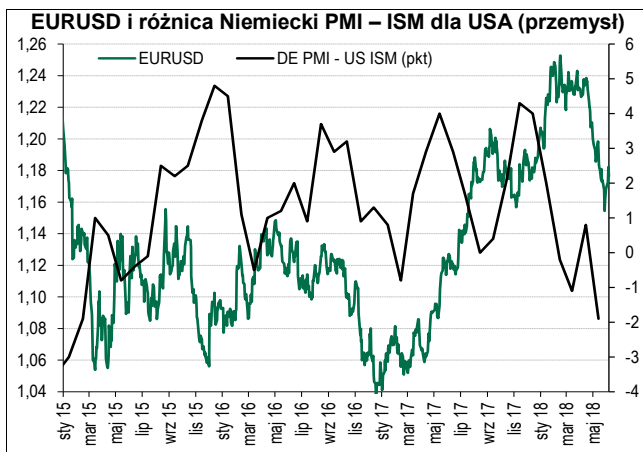
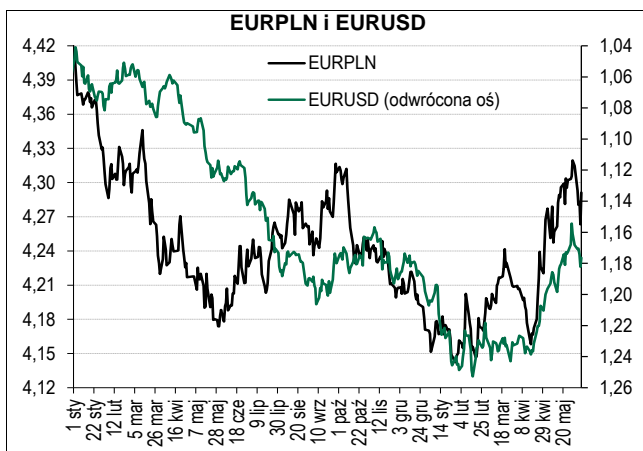
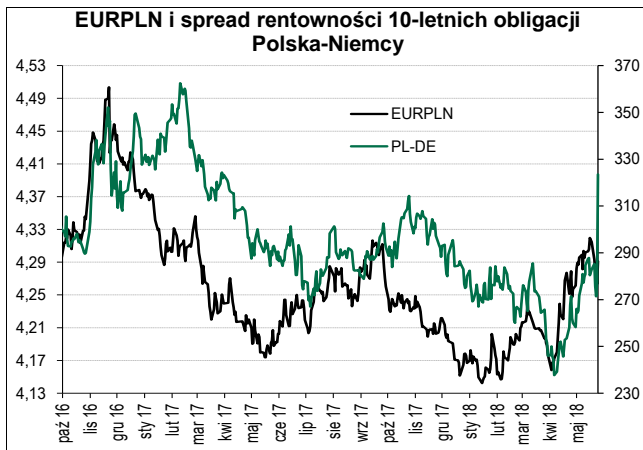
- Dane, które będą napływać z zagranicy w drugiej połowie miesiąca też nie powinny położyć się cieniem na rynku długu. Sądzymy, że PMI z europejskiego sektora usług i przemysłu pokażą wyniki zbliżone do odczytów za maj. W przypadku danych inflacyjnych z strefy euro spodziewamy się potwierdzenia wstępnych odczytów. Szczegółowe dane powinny potwierdzić, że za wysoki inflacji w maju w okolicach celu inflacyjnego ECB odpowiadają głównie paliwa, zaś perspektywy dla wzrostów inflacji bazowej (pozostającej na bardzo niskim poziomie) są ograniczone.

- Elementem ryzyka wciąż pozostaje sytuacja geopolityczna, w tym sytuacja w Europie (nowy eurosceptyczny rząd we Włoszech), co będzie znajdowało odzwierciedlenie w wyższym niż na przełomie marca i kwietnia poziomie spreadu 5L/10L oraz wyższych marżach ASWPL10L i spreadzie polskich obligacji 10L ponad odpowiednie papiery niemieckie i amerykańskie.

### Na czerwcowych aukcjach

- W czerwcu planowana jest jedna regularna aukcja długu (28 czerwca). Ministerstwo Finansów zamierza sprzedać na niej papiery serii OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528 w kwocie między 0 a 3 mld PLN. Oprócz tego Ministerstwo zapowiedziało aukcję zamiany (15 czerwca).

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

**W krótkim terminie złoty może zyskać**

▪ W ostatnich tygodniach złoty mocno stracił do głównych walut w wyniku nagłej aprecjacji dolara napędzanej sytuacją polityczną w Europie. W efekcie, EURPLN wzrósł przejściowo do 4,34, USDPLN przebił 3,76, CHFPLN odbił do 3,81, a GBPPLN zbliżył się do 5,0.

▪ Chociaż na początku czerwca złoty odrobił część strat, to patrząc od połowy kwietnia (kiedy rozpoczęła się deprecjacja), złoty nadal jest siódmą najsłabszą walutą z rynków wschodzących. W tym czasie, z Polski napłynęły jednak dość pozytywne informacje – PKB za I kw. zaskoczył na plus, inflacja odbiła i może rosnąć w kierunku 2% w kolejnych miesiącach, a krajowy budżet nadal jest w zaskakująco dobrej formie. Dlatego naszym zdaniem ostatnie osłabienie złotego może zostać wykorzystane przez inwestorów do wejścia na krajowy rynek jeśli globalny nastrój pozostanie sprzyjający.

▪ Sądzymy, że rentowności polskich obligacji są dość atrakcyjne po tym jak 10-letni spread do niemieckich papierów osiągnął ok. 300 pb pod koniec maja, najwyższy od prawie roku. Popyt zagranicy na polski dług mógłby być wśród czynników korzystnych dla złotego.

▪ Dodatkowo, wygląda na to, że EURUSD zaczął odbijać (szczególnie poniżej) i słabszy dolar mógłby jeszcze zmniejszyć presję na złotego i innych walut z rynków wschodzących.

▪ Poza tym, szansę na odreagowanie po wzroście EURPLN daje też analiza techniczna. Trend mógłby potrwać do sierpnia, który jest statystycznie negatywny dla krajowej waluty.

**Polityka i słabe dane osłabiają euro**

▪ EURUSD pozostał w trendzie spadkowym dzięki danym z USA, które wyglądały lepiej niż europejskie i politycznej niepewności w strefie euro. W efekcie, EURUSD spadł do 1,15 po sześciu kolejnych tygodniach spadków i osiągnął najniższy poziom od lipca 2017.

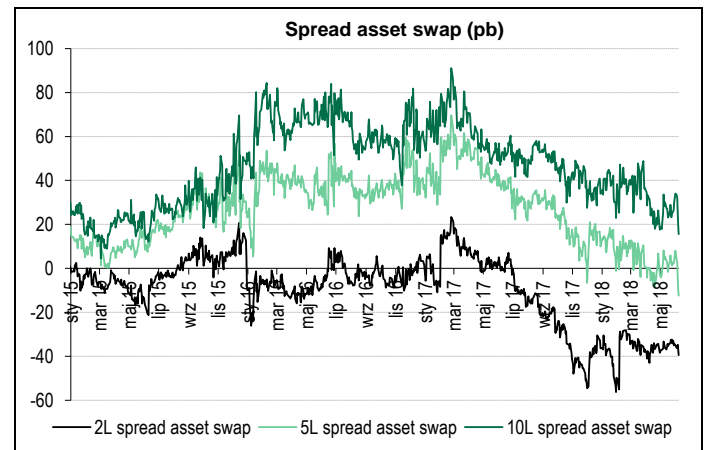
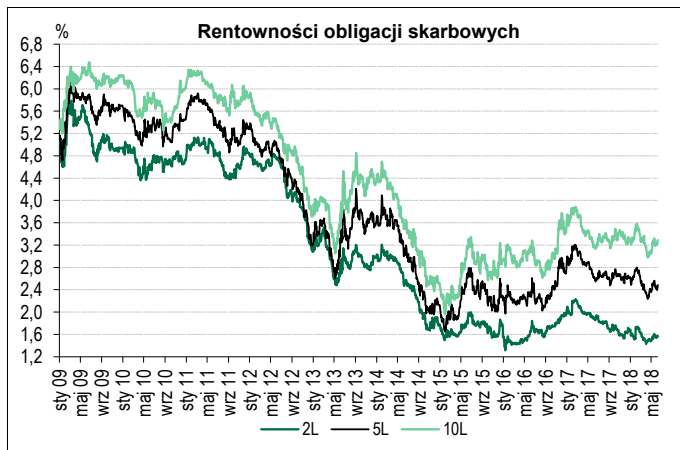
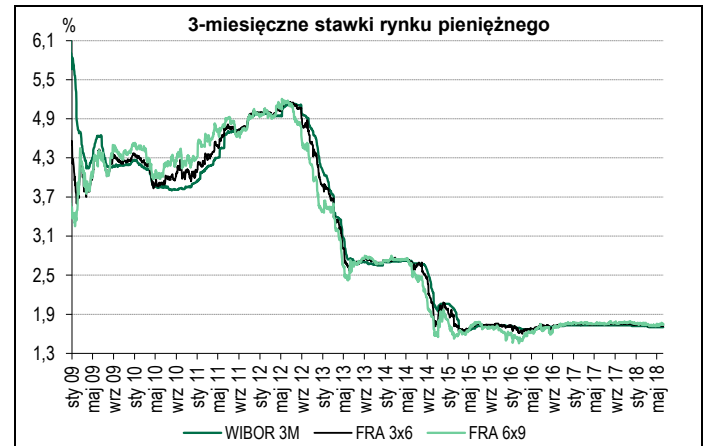
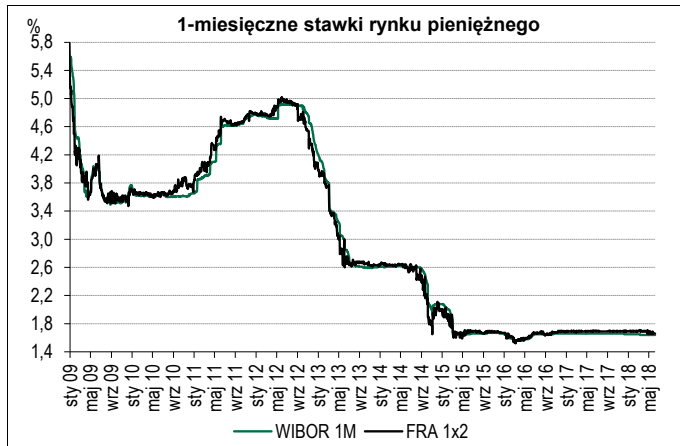
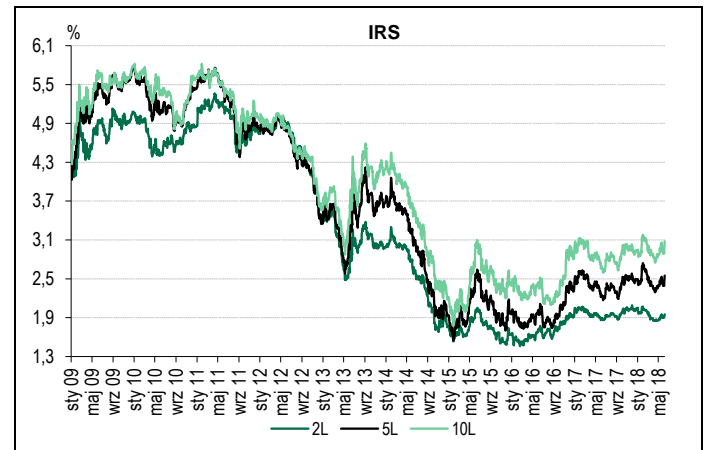
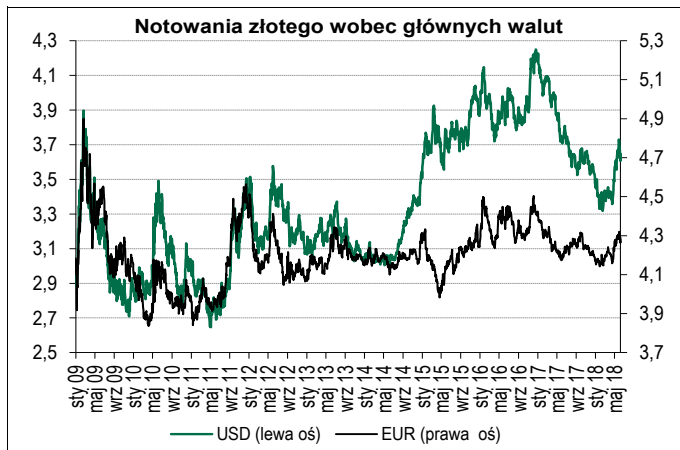
▪ Na początku czerwca EURUSD jest ponownie powyżej 1,17 i wg nas euro może zyskiwać w kolejnych tygodniach. Wygląda na to, że sytuacja polityczna we Włoszech ustabilizowała się, przynajmniej na razie, co powinno przynieść ulgę wspólnej walucie. Główny ekonomista EBC Peter Praet powiedział niedawno, że inflacja zbliża się do celu sugerując, że retoryka EBC może być nieco bardziej jastrzębia w trakcie czerwcowej konferencji prasowej. Naszym zdaniem, by trend wzrostowy EURUSD był trwały, dane z Europy musiałyby się poprawić by podtrzymać oczekiwania na umiarkowany wzrost PKB.

**Rubel najmocniejszy w regionie CEE**

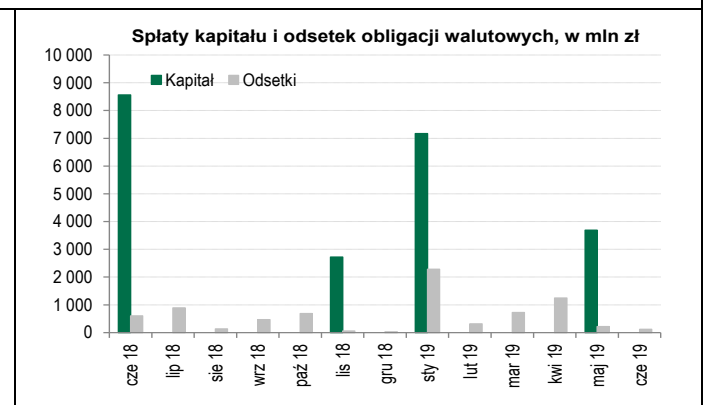
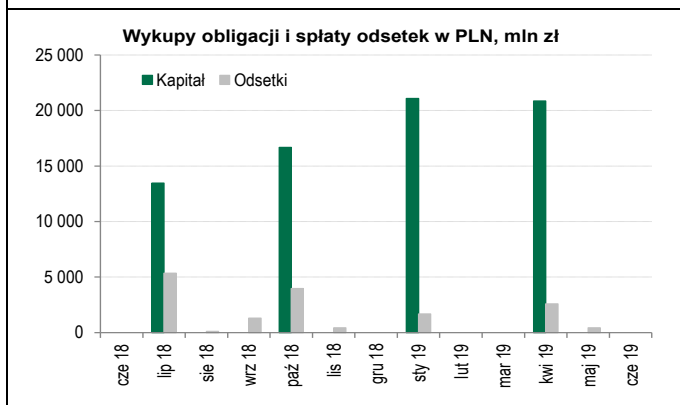
▪ Spośród innych walut CEE, rubel radził sobie najlepiej ponieważ aprecjacje dolara neutralizowały rosnące ceny ropy. W efekcie, kurs USDRUB pozostał blisko 62-63. Sytuacja geopolityczna nieco się ustabilizowała i zakładamy, że ceny ropy będą teraz kluczowym czynnikiem wpływającym na rosyjską walutę. Cena ropy Brent spadła w ostatnim czasie do 75 USD za baryłkę z 80 USD i jest to największa korekta spadkowa w trendzie wzrostowym od stycznia co sugeruje, że impuls w górę może nieco spowolnić. Jeśli tak się stanie, wtedy potencjał do spadku USDRUB będzie raczej niewielki.

▪ Forint i korona były pod presją przez większą część maja w obliczu podwyższonej awersji do ryzyka. W efekcie, EURCZK zbliżył się do 25,95 (najwyżej od końca 2017) podczas gdy EURHUF wzrósł na chwilę powyżej 320 (najwyżej od połowy 2016). Gołębia retoryka banku centralnego Węgier wywarła dodatkową presję na forinta, podczas gdy jastrzębie wypowiedzi czeskich bankierów centralnych pomogły koronie szybciej odrobić część strat. Sądzymy, że obie waluty mogą w najbliższych tygodniach radzić sobie dość dobrze.

## Monitor rynku



## Spłaty kapitału i płatności odsetkowe



Źródło: MF, Reuters, BZ WBK



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>11 czerwca</b> CZ: CPI (V)	<b>12</b> DE: Indeks ZEW (VI) US: CPI (V)	<b>13</b> <b>PL: Bilans płatniczy (IV)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Decyzja FOMC	<b>14</b> <b>PL: CPI (V)</b> EZ: Decyzja EBC US: Sprzedaż detaliczna (V)	<b>15</b> <b>PL: Inflacja bazowa (V)</b> EZ: CPI (V) US: Produkcja przemysłowa (V) US: Wstępny Michigan (VI)
<b>18</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (V)</b>	<b>19</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (IV)</b> <b>PL: PPI (IV)</b> HU: Decyzja banku centralnego US: Rozpoczęte budowy domów (V)	<b>20</b> US: Sprzedaż domów (V)	<b>21</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (V)</b> US: Indeks Philly Fed (VI)	<b>22</b> <b>PL: Podaż pieniądza (V)</b> DE: Wstępny PMI – usługi (VI) DE: Wstępny PMI – przemysł (VI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VI) EZ: Wstępny PMI – usługi (VI)
<b>25</b> <b>PL: Stopa bezrobocia (V)</b> DE: Indeks Ifo (VI) US: Sprzedaż nowych domów (V)	<b>26</b> US: Indeks nastrojów konsumentów (VI)	<b>27</b> CZ: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (V) US: Niezakończona sprzedaż domów (V)	<b>28</b> US: Finalny PKB (I kw.)	<b>29</b> CZ: PKB (I kw.) EZ: Wstępny CPI (VI) US: Dochody konsumentów (V) US: Wydatki konsumentów (V) US: Indeks Michigan (VI)
<b>2 lipca</b> <b>PL: PMI – przemysł (VI)</b> <b>PL: Wstępny CPI (VI)</b> EZ: PMI – przemysł (VI) DE: PMI – przemysł (VI) US: ISM – przemysł (VI)	<b>3</b> US: Zamówienia przemysłowe (V)	<b>4</b> DE: PMI – usługi (VI) EZ: PMI – usługi (VI)	<b>5</b> DE: Zamówienia przemysłowe (V) US: Raport ADP (VI) US: ISM – usługi (VI) US: Minutes FOMC	<b>6</b> DE: Produkcja przemysłowa (V) HU: Produkcja przemysłowa (V) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Stopa bezrobocia (VI)
<b>9</b> DE: Eksport (V) CZ: Produkcja przemysłowa (V)	<b>10</b> DE: Indeks ZEW (VII) HU: CPI (VI)	<b>11</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> CZ: CPI (VI)	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłowa (V) US: CPI (VI)	<b>13</b> <b>PL: CPI (VI)</b> US: Wstępny Michigan (VII)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2018 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	25	-	8	26	-	14	26	-	13	25	-	13
Decyzja RPP	10	7	7	11	16	6	11	-	5	3	7	5
Minutes RPP	-	22	29	27	-	21	-	23	20	25	22	20
Szybki szacunek PKB*	30	14	-	-	15	-	-	14	-	-	14	-
PKB*	-	28	-	-	30	-	-	31	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	15	15	12	11	11	12	10	11	12	12	11
Inflacja bazowa	16	-	16	13	14	12	13	13	12	15	13	12
Ceny producenta	19	20	19	19	21	19	18	20	19	17	20	19
Produkcja przemysłowa	19	20	19	19	21	19	18	20	19	17	20	19
Sprzedaż detaliczna	19	20	20	20	22	20	19	21	20	18	21	20
Płace brutto, zatrudnienie	17	16	16	18	18	18	17	17	18	16	19	18
Handel zagraniczny	Około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	30									
Bilans płatniczy	15	13	16	13								
Podaż pieniądza	23	22	22	24								

\*dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		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	cze 18
PMI	pkt.	52,7	53,1	52,3	52,5	53,7	53,4	54,2	55,0	54,6	53,7	53,7	53,9	53,3	52,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,2	4,4	6,2	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,7	7,3	1,6	9,3	3,9	5,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	8,3	11,6	19,8	23,6	15,3	20,2	19,9	12,8	34,7	31,3	16,1	19,7	20,8	18,0
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	8,1	7,7
Stopa bezrobocia	%	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	5,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,6	7,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,8	3,7
Eksport (w euro)	% r/r	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,5	-2,0	9,3	3,0	7,4
Import (w euro)	% r/r	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	1,6	12,8	5,0	9,4
Bilans handlowy	mIn EUR	-70	-202	-136	288	479	284	208	-1 175	-156	-601	-317	-20	-409	-554
Rachunek bieżący	mIn EUR	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2 072	-972	-982	-237	-328	-1 512
Rachunek bieżący	% PKB	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-0,2	5,9	2,4	4,9	3,8	2,7	-2,4	-25,4	8,6	4,5	3,1	9,3	10,3	5,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	0,3	-9,9	-4,0	-8,2	-6,4	-4,5	4,1	42,7	-20,6	-10,8	-7,5	-22,5	-24,9	-14,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,1
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,1	2,7	3,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,7	5,9	6,5
Zobowiązania	% r/r	5,7	4,5	4,6	5,0	5,0	5,3	4,2	4,1	4,5	4,6	5,1	5,1	5,4	6,0
Należności	% r/r	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	4,8
EUR/PLN	PLN	4,20	4,21	4,24	4,26	4,27	4,26	4,23	4,20	4,16	4,16	4,21	4,19	4,28	4,28
USD/PLN	PLN	3,80	3,75	3,68	3,61	3,59	3,63	3,60	3,55	3,41	3,37	3,41	3,42	3,63	3,64
CHF/PLN	PLN	3,85	3,87	3,83	3,74	3,73	3,69	3,63	3,60	3,55	3,61	3,60	3,53	3,64	3,69
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	1,98	1,94	1,89	1,80	1,73	1,71	1,60	1,69	1,62	1,73	1,56	1,52	1,57	1,54
Rentowność obligacji 5L	%	2,81	2,62	2,67	2,67	2,61	2,69	2,62	2,64	2,63	2,73	2,46	2,33	2,49	2,42
Rentowność obligacji 10L	%	3,37	3,21	3,32	3,35	3,27	3,39	3,40	3,29	3,34	3,51	3,27	3,08	3,23	3,14

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

<sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> 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	2 090,3	456,7	476,6	490,2	558,7	485,4	503,9	514,5	586,5
PKB	% r/r	3,8	3,0	4,6	4,5	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	4,5	4,2	4,0
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,2	4,7	5,2	4,1	5,8	4,0	5,1	6,8	4,8	4,7	4,7
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,9	4,8	4,9	4,5	4,9	4,7	5,0	4,8	5,0	5,0	5,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-8,2	3,4	6,4	1,4	1,3	3,6	5,4	8,1	7,9	6,4	4,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	2,9	6,5	5,5	7,3	4,2	6,3	8,4	5,6	6,1	6,8	3,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	-14,5	13,7	14,0	5,6	8,3	19,3	17,1	25,6	19,4	12,6	6,5
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	1,5	3,9	8,2	7,1	9,6	7,6	7,9	8,0	8,4	6,7	8,4	5,3
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	9,7	8,2	6,6	5,9	8,0	7,0	6,8	6,6	6,6	5,9	5,8	5,9
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,3	3,8	5,7	7,5	4,1	5,0	4,9	7,1	6,2	7,1	7,2	8,6
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	5,6	13,8	9,6	13,3	11,5	4,7	6,5	7,0	4,4
Import (w euro)	% r/r	5,0	2,7	13,4	8,7	15,5	13,5	10,7	14,1	8,3	9,0	10,3	7,3
Bilans handlowy	mIn EUR	2 213	2 935	821	-5 212	655	204	634	-672	-1 074	-983	-929	-2 226
Rachunek bieżący	mIn EUR	-2 405	-1 254	1 497	-4 600	2 047	-816	243	23	118	-2 077	-1 745	-896
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	0,3	-0,9	0,2	-0,4	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-0,8	-0,9
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,6	-2,3	-1,7	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,0	1,8	1,9	2,2	1,5	1,8	1,8	1,5
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	-0,5	0,8	2,1	1,5	2,0	1,5	2,2	2,1	1,3	2,1	1,6	1,5
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,3	-0,2	0,7	0,9	0,3	0,8	0,8	0,9	0,8	0,6	0,9	1,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,2	-0,2	2,9	1,6	4,4	2,8	2,8	1,7	0,2	2,2	2,3	1,6
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	9,1	9,6	4,6	6,9	7,8	5,0	5,4	4,6	5,2	5,8	6,4	6,9
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,0	9,1	4,1	6,8	7,3	4,5	5,0	4,1	4,8	5,5	6,1	6,8
Należności <sup>b</sup>	% 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	4,23	4,32	4,22	4,26	4,23	4,18	4,25	4,27	4,23
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,78	3,47	4,06	3,83	3,63	3,59	3,40	3,56	3,53	3,38
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,84	3,60	4,04	3,89	3,77	3,64	3,59	3,62	3,63	3,55
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,55	2,13	1,98	1,81	1,67	1,64	1,54	1,50	1,50
Rentowność obligacji 5L	%	2,24	2,37	2,78	2,41	3,06	2,77	2,65	2,65	2,61	2,41	2,29	2,33
Rentowność obligacji 10L	%	2,70	3,05	3,44	3,25	3,74	3,34	3,31	3,36	3,37	3,15	3,18	3,32

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK ; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.06.2018 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

#### Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

<b>Piotr Bielski</b>	- Dyrektor	22 534 18 87
<b>Marcin Luzziński</b>	- Ekonomista	22 534 18 85
<b>Grzegorz Ogonek</b>	- Ekonomista	22 534 19 23
<b>Konrad Soszyński</b>	- Ekonomista	22 534 18 86
<b>Marcin Sulewski</b>	- Ekonomista	22 534 18 84

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

### Warszawa

al. Jana Pawła II 17  
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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

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