

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

12 maja 2016

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska

Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Podsumowanie miesiąca

- Marzec dostarczył rozczarującej porcji danych z polskiej gospodarki. Wyniki produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej po pozytywnej niespodziance w lutym, rozczarowały w ostatnim miesiącu pierwszego kwartału. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała do zaledwie 0,5% r/r z 6,8% r/r w lutym. Niższa dynamika w stosunku do poprzedniego miesiąca to częściowo efekt ustąpienia korzystnego efektu kalendarzowego w lutym. Czynnikiem ten nie tłumaczy jednak tak silnego spowolnienia wzrostu, ponieważ także dane odsezonowane wskazały na wyhamowanie wzrostu do 0,8% r/r z 2,8% r/r w lutym. Negatywnie zaskoczyły też dane o sprzedaży detalicznej, której dynamika w ujęciu nominalnym wyhamowała do 0,8% r/r z 3,9% r/r w lutym. Tak gwałtowne spowolnienie sprzedaży wydaje się zaskakujące, szczególnie w kontekście poprawiającej się sytuacji na rynku pracy i rosnących dochodów realnych gospodarstw domowych, które będą dodatkowo wspierane przez wypłatę świadczeń socjalnych w ramach programu Rodzina 500+. Towarzyszy temu poprawa nastrojów gospodarstw domowych, w tym lepsze oceny perspektyw sytuacji finansowej. Wydaje się zatem, że spowolnienie sprzedaży detalicznej w marcu będzie przejściowe, a konsumpcja prywatna będzie stanowiła w najbliższych kwartałach główny motor wzrostu gospodarczego. Po nieznacznym wyhamowaniu tempa wzrostu gospodarczego w Q1, który według naszych szacunków wyniósł 3,1% r/r, oczekujemy ponownego przyspieszenia dynamiki PKB, która w naszej ocenie w całym roku wyniesie 3,5%.
- Następcą Marka Belki na stanowisku prezesa NBP będzie wskazany w ubiegły piątek przez prezydenta Adam Glapiński, były członek RPP i obecny członek zarządu NBP. Adam Glapiński dał się poznać jako zwolennik konserwatywnej polityki pieniężnej. W jednej ze swoich ostatnich wypowiedzi przed nominacją chwalił tradycyjny i bezpieczny sektor bankowy w Polsce oraz zapowiedział, że konserwatywna polityka będzie kontynuowana. Biorąc pod uwagę poglądy i doświadczenie kandydata nie spodziewamy się radykalnych zmian polityki RPP pod przewodnictwem nowego prezesa. Marek Belka powiedział wprost, że profesor Glapiński jest od 6 lat współtwórcą polityki NBP, uczestnikiem codziennych dyskusji i nie będzie żadną niespodzianką kontynuacja dotychczasowej dobrej polityki monetarnej.
- Po trwającym od połowy stycznia aprecjacyjnym trendzie w notowaniach złotego wobec euro drugi kwartał rozpoczął się od wyraźnego osłabienia polskiej waluty. Kurs EUR/PLN zawrócił z tegorocznego minimum na poziomie 4,2247 zwyżkując w kwietniu o ponad 13 groszy. Warto podkreślić, iż w minionym miesiącu złoty był najgorzej radzącą sobie walutą regionu. Podczas, gdy kurs EUR/PLN wzrósł w kwietniu o 4% notowania pary EUR/HUF obniżyły się o 2% i to pomimo cięcia stóp procentowych dokonanego na Węgrzech. Źródłem przerecy złotego były czynniki krajowe związane z obawami dotyczącymi możliwego cięcia ratingu Polski podczas zaplanowanej na 13 maja rewizji oceny wiarygodności kredytowej przez agencję Moody's. Nie bez znaczenia dla wartości złotego były także plany przedstawienia ostatecznej wersji ustawy dotyczącej konwersji walutowych kredytów hipotecznych w wersji uwzględniającej udział rezerw walutowych NBP.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	6
POLITYKA FISKALNA	7
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	8
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...	9
RYNKI ZAGRANICZNE	10
PRZEGLĄD DANYCH	13
DANE I PROGNOZY	14
KALENDARIUM	15

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,25%-0,50%	14-15 cze	0,25%-0,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	16 cze	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	02-cze	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	7-9 cze	1,50%

Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

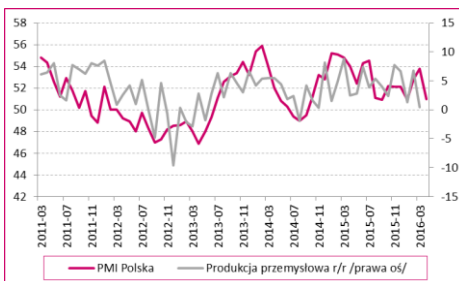
Marzec dostarczył rozczarowującej porcji danych z polskiej gospodarki

Pogorszenie wyników branży budowlanej to w dużym stopniu efekt wygaśnięcia inwestycji współfinansowanych ze środków unijnych

Wyniki produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej po pozytywnej niespodziance w lutym, rozczarowały w ostatnim miesiącu pierwszego kwartału. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała do zaledwie 0,5% r/r z 6,8% r/r w lutym. Niższa dynamika w stosunku do poprzedniego miesiąca to częściowo efekt ustąpienia korzystnego efektu kalendarzowego w lutym. Czynnikiem ten nie tłumaczy jednak tak silnego spowolnienia wzrostu, ponieważ także dane odsezonowane wskazywały na wyhamowanie wzrostu do 0,8% r/r z 2,8% r/r w lutym. Średnio w całym kwartale wzrost produkcji wyniósł natomiast 3,0% r/r wobec 5,6% r/r w 4Q ub. roku oraz 5,1% r/r w Q1 2015. Pogorszenie koniunktury w przemyśle jest więc ewidentne, choć wskaźniki koniunktury nie sygnalizowały takiego ostabienia nastrojów. Wskaźnik PMI choć spadł w kwietniu do poziomu 51,0 pkt. to średnio w Q1 wynosił 52,5 pkt., podobnie jak w Q4 ub. roku. Na tylko nieznaczne pogorszenie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym wskazywały zaś dane GUS o koniunkturze gospodarczej.

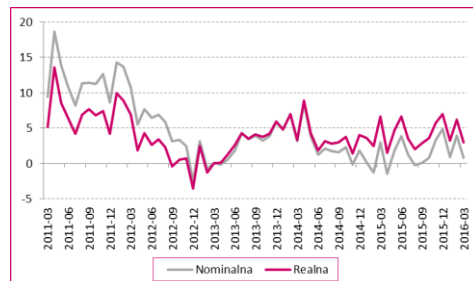
Załamaniem produkcji utrzymuje się w branży budowlanej. Dynamika produkcji budowlano-montażowej spadła do -15,8% r/r z -10,5% r/r w lutym, zaś w całym Q1 jej spadek wyniósł 13,3% r/r wobec wzrostu o 2,8% r/r w Q4 2015. Pogorszenie wyników branży budowlanej to w dużym stopniu efekt wygaśnięcia inwestycji współfinansowanych ze środków unijnych. Z tego powodu najgłębsze spadki produkcji notują firmy zajmujące się budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (-21,9% r/r w marcu i -20,7% w całym pierwszym kwartale). W nieco lepszej kondycji są firmy zajmujące się wznoszeniem budynków, choć w tym segmencie produkcja również spadła w marcu o 10,8% r/r. Dane o liczbie wydanych pozwoleń na budowę oraz liczbie rozpoczętych budów wskazują jednak na potencjał do poprawy sytuacji w zakresie budownictwa mieszkaniowego.

Wykres 1 Produkcja przemysłowa [% r/r] oraz indeks PMI [pkt.]



Źródło: Datastream

Wykres 2 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



Źródło: Datastream

Po nieznacznym wyhamowaniu tempa wzrostu gospodarczego w Q1, do 3,1% r/r, oczekujemy ponownego przyspieszenia dynamiki PKB

Negatywnie zaskoczyły też dane o sprzedaży detalicznej, której dynamika w ujęciu nominalnym wyhamowała do 0,8% r/r z 3,9% r/r w lutym. Korzystniej wyglądają statystyki w ujęciu realnym, choć również w ich przypadku widać wyraźne wyhamowanie sprzedaży do 3,0% r/r z 6,2% r/r miesiąc wcześniej, pomimo efektu świąt Wielkanocnych. Wyhamowały wzrosty większości komponentów sprzedaży, poza sprzedażą żywności i pozostałą sprzedażą detaliczną prowadzoną w niewyspecjalizowanych sklepach. Gwałtownie wyhamowała sprzedaż w kategoriach dóbr trwałego użytku, w tym mebli, sprzętu AGD i RTV. Tak gwałtowne spowolnienie sprzedaży wydaje się zaskakujące, szczególnie w kontekście poprawiającej się sytuacji na rynku pracy i rosnących dochodów realnych gospodarstw domowych, które będą dodatkowo wspierane przez wypłatę świadczeń socjalnych w ramach programu Rodzina 500+. Towarzyszy temu poprawa nastrojów gospodarstw domowych, w tym lepsze oceny perspektyw sytuacji finansowej. Wydaje się zatem, że spowolnienie sprzedaży detalicznej w marcu będzie przejściowe, a konsumpcja prywatna będzie stanowiła w najbliższych kwartałach główny motor wzrostu gospodarczego. Po nieznacznym wyhamowaniu tempa wzrostu gospodarczego w Q1, który według naszych szacunków wyniósł 3,1% r/r, oczekujemy ponownego przyspieszenia dynamiki PKB, która w naszej ocenie w całym roku wyniesie 3,5%.

Po wyraźnym wyhamowaniu w styczniu, w lutym nastąpił powrót wzrostów wolumenów wymiany towarowej

Na rachunku finansowym na uwagę zasługuje obserwowany w dwóch pierwszych miesiącach roku odpływ kapitału z tytułu dłużnych papierów wartościowych

Bilans płatniczy pokazuje, że Polska gospodarka znajduje się w równowadze

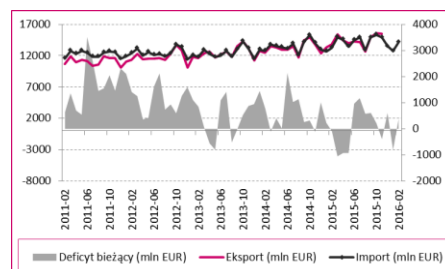
Sytuacja na rynku pracy, która jest najlepsza od 2008r., ulega dalszej, systematycznej poprawie

Rachunek bieżący wykazał w lutym deficyt równy 383 mln EUR wobec nadwyżki 805 mln EUR odnotowanej w styczniu. Na deficyt złożyły się ujemne salda dochodów pierwotnych (-1154 mln EUR) oraz wtórnych (-364 mln EUR) oraz nadwyżka na rachunku towarowym (341 mln EUR) i rachunku usług (794 mln EUR). Po wyraźnym wyhamowaniu w styczniu, w lutym nastąpił powrót wzrostów wolumenów wymiany towarowej. Import zwiększył się o 6,5% r/r po wzroście o 0,3% r/r w styczniu, wciąż negatywny wpływ na import mają ceny ropy naftowej, które w ujęciu złotowym były o ok. 40% niższe niż w lutym ubiegłego roku. Eksport zwiększył się w lutym o 4,9% r/r po spadku o 0,4% r/r miesiąc wcześniej, potwierdzając solidny popyt zagraniczny na produkowane w Polsce towary. Wg badania PMI, które wskazało na wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w kwietniu, tempo wzrostu zamówień eksportowych nie spadło tak silnie jak w przypadku zamówień krajowych sugerując, że osłabienie koniunktury nie ma swojego źródła zagranicą, lecz w kraju. Potwierdzają to publikowane przez GUS dane o nowych zamówieniach eksportowych, które w lutym były o 35,6% wyższe niż przed rokiem a w marcu ich dynamika wyhamowała, ale nadal była solidna, równa 21% r/r. W ostatnich miesiącach tempo wzrostu nowych zamówień eksportowych przewyższa wzrost zamówień z rynku krajowego.

Na rachunku finansowym na uwagę zasługuje obserwowany w dwóch pierwszych miesiącach roku odpływ kapitału z tytułu dłużnych papierów wartościowych. W styczniu zaangażowanie zagranicznych inwestorów na rynku papierów dłużnych zmniejszyło się o rekordową kwotę 13,2 mld PLN, w lutym odpłynęło kolejne 14,6 mld PLN. Było to konsekwencją odwrotu inwestorów od rynku obligacji skarbowych. Wg danych MinFin w styczniu portfel SPW w posiadaniu zagranicznych inwestorów zmniejszył się, o 13,1 mld PLN, w lutym odnotowano spadek zaangażowania o 7,1 mld PLN, jednak już w marcu wartość obligacji w posiadaniu zagranicznych inwestorów wzrosła o 3,6 mld PLN. Odpływ kapitału obserwowany na początku roku był konsekwencją utraty zaufania do polskich obligacji po obniżce ratingu dokonanej przez S&P, jednak nie tylko. W styczniu zapadła obligacja OK0116 a MinFin zdecydowało o wykupie PS0416, a inwestorzy, którzy zrealizowali zyski nie zainwestowali środków w nowe papiery.

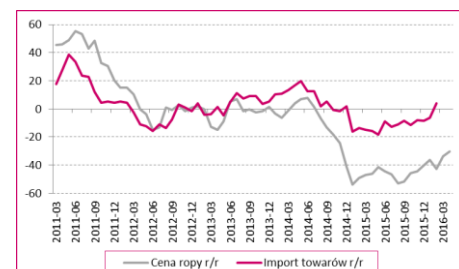
Bilans płatniczy pokazuje, że Polska gospodarka znajduje się w równowadze. W ujęciu płynnego roku po lutym odnotowano deficyt bieżący 410 mln EUR, wobec jedynej w historii nadwyżki 66 mln EUR po marcu. W 2015r. deficyt na rachunku bieżącym stanowił zaledwie 0,2% PKB, po Q1 ta relacja prawdopodobnie uległa dalszej poprawie.

Wykres 3 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]



Źródło: Datastream

Wykres 4 Import towarów i cena ropy naftowej w USD [% r/r]



Źródło: Datastream

Stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu wyniosła 10,0% i nie zmieniła się w porównaniu z lutym. Po odsezonowaniu bezrobocie spadło natomiast wg naszych szacunków do 9,4% z 9,5%, wyrównując rekordowo niski odczyt z października 2008r. Stopa bezrobocia rejestrowanego była w marcu o 1,5 pkt. proc. niższa niż przed rokiem. Liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych była w marcu o 1,0% niższa niż przed rokiem, o 3,2% r/r spadła też liczba wyrejestrowań, jednak liczba wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy wzrosła o 0,3% r/r. Liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca była o 26,8% wyższa niż przed rokiem, po wzroście o 42,1% r/r w lutym. Liczba bezrobotnych przypadających na ofertę pracy nieznacznie przekroczyła 11 i była najniższa w historii, potwierdzając występowanie napięć na rynku pracy i rosnące problemy ze znalezieniem pracowników. Miesięczne dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw wpisują się w pozytywny obraz rynku pracy. Zatrudnienie w sektorze wzrosło o 2,7% r/r po wzroście o 2,5% r/r w lutym. W samym

Nieco w tyle za innymi wskaźnikami pozostają wciąż dane o wynagrodzeniach

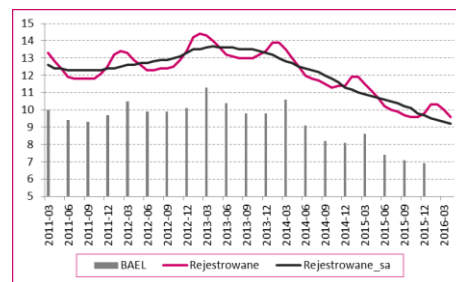
W kolejnych miesiącach spodziewamy się przyspieszenia wzrostu płac

marcu liczba miejsc pracy zwiększyła się o 15,5 tys., co było największym wzrostem w tym miesiącu od 2007r.

Nieco w tyle za innymi wskaźnikami pozostają wciąż dane o wynagrodzeniach. Tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw wyhamowało w marcu do 3,3% r/r z 3,9% r/r w lutym, co było związane z wysoką bazą statystyczną z marca 2015r. Nominalny wzrost płac jest umiarkowany, pomimo najniższego od 2008r. bezrobocia i problemów z pozyskaniem pracowników. Wynika to naszym zdaniem ze zmian strukturalnych na rynku pracy oraz spadających cen, które utrzymują w ryzach presję płacową, w ujęciu realnym wynagrodzenie wzrosło o 4,2% r/r. Rynek pracy pozostaje więc wsparciem dla konsumpcji.

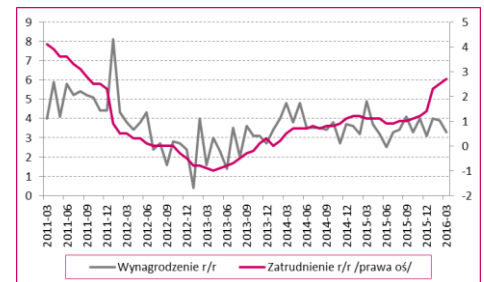
W kolejnych miesiącach spodziewamy się przyspieszenia wzrostu płac, w miarę pogłębiania się problemów ze znalezieniem pracowników, które mogą być dodatkowo zintensyfikowane przez spadek aktywności zawodowej po uruchomieniu programu 500+. Spodziewamy się też utrzymania solidnego wzrostu zatrudnienia. W kwietniu wynagrodzenie prawdopodobnie przyspieszyło do 3,9% r/r, zatrudnienie wzrosło o 2,9% r/r, stopa bezrobocia rejestrowanego spadła wg szacunków MRPiPS do 9,6%.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przeds. [%]



Źródło: Datastream

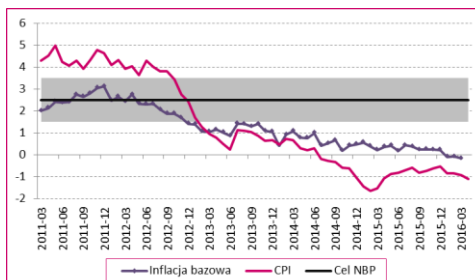
Deflacja nie ustępuje

Na kolejne miesiące naszym bazowym scenariuszem pozostaje stopniowe wygaszanie deflacji, choć proces ten będzie następował wolniej od pierwotnych oczekiwań

Deflacja nie ustępuje. Wskaźnik CPI spadł w marcu do minus 0,9% r/r z minus 0,8% r/r w lutym. Wynik ten był zgodny z szacunkiem flash. To już 21 miesięcy utrzymywania się deflacji w Polsce. Jej pogłębienie się w marcu to w dużym stopniu efekt spadku inflacji bazowej, chociaż ceny żywności i paliw wciąż mają dominujący wpływ na odczyty indeksu CPI. Odwrócenie spadkowego trendu cen ropy naftowej spowodowało wzrost cen paliw na stacjach benzynowych, jednak były one o 13,4% niższe w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego. Spadek wskaźnika inflacji wsparty także obniżką cen w kategorii użytkowanie mieszkania, a także rekreacja i kultura, co wiązało się z wprowadzeniem nowych cenników operatorów telewizji kablowych i satelitarnych. W skali miesiąca podrożały natomiast ceny odzieży i obuwi, w związku z wprowadzeniem nowych kolekcji, a zakres podwyżek był nieco większy niż rok temu, co może wiązać się z osłabieniem złotego. W rezultacie powyższych zmian obniżyły się dwie z czterech liczonych przez NBP miar inflacji bazowej. Główna z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniósł w marcu -0,2% r/r wobec -0,1% r/r miesiąc wcześniej. W kwietniu według szacunku flash deflacja pogłębiła się do -1,1% r/r. Spadek wskaźnika CPI był spodziewany, częściowo ze względu na obniżkę taryfy gazowej przez PGNiG, która weszła w życie 1 kwietnia, jednak odczyt ten okazał się niższy od oczekiwań. Źródłem niespodzianki mogły być ceny żywności, ponieważ paliwa w kwietniu drożały.

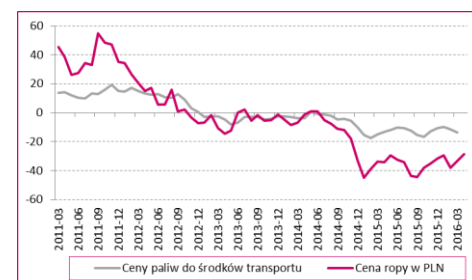
Na kolejne miesiące naszym bazowym scenariuszem pozostaje stopniowe wygaszanie deflacji, choć proces ten będzie następował wolniej od pierwotnych oczekiwań. Wygasaniu deflacji w drugiej połowie roku sprzyjać będą efekty bazowe, głównie ze względu na wyhamowanie spadków cen paliw. Obecnie sytuacja na rynku ropy naftowej ustabilizowała się i cena za baryłkę ropy Brent oscyluje wokół 45 USD. Według naszych szacunków wskaźnik CPI powróci do wartości dodatnich dopiero w czwartym kwartale bieżącego roku i w całym roku przyjmie wartość średnio -0,4%.

Wykres 7 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny [% , r/r]



Źródło: GUS, NBP

Wykres 8 Ceny ropy Brent w PLN i ceny paliw do środków transportu [% , r/r]



Źródło: Datastream

To już 41 miesiąc utrzymania się wskaźnika cen producenta poniżej zera

Deflacja pogłębiła się także na poziomie cen producentów. Wskaźnik PPI wyniósł w marcu $-1,7\%$ r/r wobec $-1,5\%$ r/r w lutym. To już 41 miesiąc utrzymania się wskaźnika cen producenta poniżej zera. Spadały ceny w większości kategorii wskaźnika PPI, jednak najgłębsze zniżki cen zanotowano w górnictwie i wydobywaniu ($-9,7\%$ r/r), co odzwierciedla zniżkujące ceny surowców na rynkach międzynarodowych. Zahamowanie spadków cen surowców, a także niska baza statystyczna z roku ubiegłego, powinny sprzyjać stopniowemu wzrostowi wskaźnika cen produkcji w kolejnych miesiącach. Sugerują to też odczyty indeksu PMI, w przypadku którego komponent odzwierciedlający ceny produkcji wzrósł nieznacznie powyżej granicy 50 pkt., sugerując możliwy powrót presji inflacyjnej na poziomie producentów.

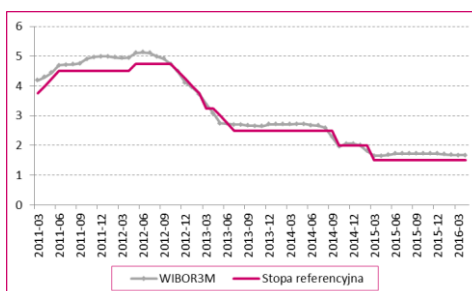
POLITYKA PIENIĘŻNA

Na majowym posiedzeniu, Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie

Na majowym posiedzeniu, Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną równą 1,50%. Komunikat nie różnił się znacząco od poprzedniego. Rada podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

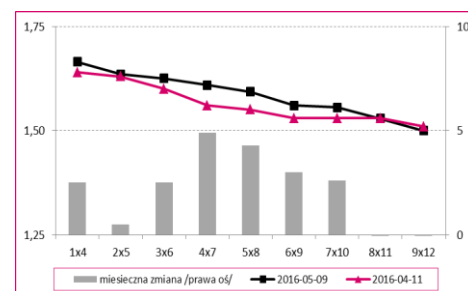
W komunikacie po posiedzeniu została podtrzymana ocena, że w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych. RPP odniosła się również do spowolnienia dynamiki PKB na początku roku, oceniając jednak że jest ono przejściowe. To, jak Rada ustosunkuje się do ostatnich słabszych od oczekiwań miesięcznych danych z gospodarki realnej było główną niewiadomą obecnego posiedzenia odkąd w opisie dyskusji na posiedzeniu w kwietniu znalazło się stwierdzenie, że „większość członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przypadku ostabienia wzrostu gospodarczego w kraju, a także pogłębienia się deflacji”. Na konferencji po posiedzeniu Marek Belka stwierdził, że ostatnie słabsze dane nie wzmocniły zainteresowania RPP obniżką stóp procentowych. Jego zdaniem Rada nie powinna opierać się w swoich decyzjach na danych miesięcznych.

Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [% , r/r]



Źródło: Datastream

Wykres 10 Notowania kontraktów FRA i ich zmiana miesięczna [bps]



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Adam Glapiński kandydatem na prezesa NBP

Prezes Marek Belka kończy w czerwcu swoją kadencję, weźmie więc udział jeszcze tylko w jednym posiedzeniu RPP. Jego następcą będzie wskazany w ubiegły piątek przez prezydenta Adam Glapiński, były członek RPP i obecny członek zarządu NBP. Adam Glapiński dał się poznać jako zwolennik konserwatywnej polityki pieniężnej. W jednej ze swoich ostatnich wypowiedzi przed nominacją chwalił tradycyjny i bezpieczny sektor bankowy w Polsce oraz zapowiedział, że konserwatywna polityka będzie kontynuowana. Odnosząc się do budzących dużo emocji propozycji przewalutowania kredytów hipotecznych Glapiński zapewnił, że ostateczne rozwiązanie dotyczące kredytów walutowych nie będzie kataklizmem dla sektora bankowego i będzie uwzględniało jego stabilność i bezpieczeństwo. Biorąc pod uwagę poglądy i doświadczenie kandydata nie spodziewamy się radykalnych zmian polityki RPP pod przewodnictwem nowego prezesa. Marek Belka powiedział wprost, że profesor Glapiński jest od 6 lat współtwórcą polityki NBP, uczestnikiem codziennych dyskusji i nie będzie żadną niespodzianką kontynuacja dotychczasowej dobrej polityki pieniężnej

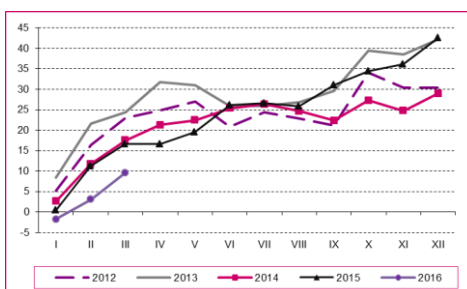
Nie zmieniamy naszych oczekiwań i nadal sądzimy, że stopy procentowe pozostaną stabilne w najbliższych miesiącach.

POLITYKA FISKALNA

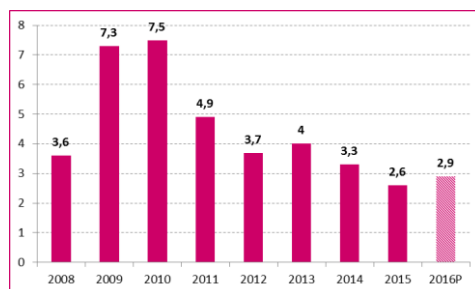
W marcu deficyt wyniósł 6,5 mld PLN, co było najgorszym wynikiem w tym miesiącu od 2012r.

Z szacunkowego wykonania budżetu państwa wynika, że deficyt budżetowy w pierwszym kwartale był równy 9,6 mld PLN, w samym marcu natomiast deficyt wyniósł 6,5 mld PLN, co było najgorszym wynikiem w tym miesiącu od 2012r. Dochody budżetu państwa w Q1 rosły o 13,3% r/r, w samym marcu były jednak na zbliżonym poziomie do ubiegłego roku. Wysoka dynamika skumulowanych dochodów była konsekwencją bardzo dobrej realizacji wpływów niepodatkowych, co było związane z płatnością za częstotliwości LTE w kwocie 7,1 mld PLN, dokonaną w lutym. Rozczarowująco wygląda natomiast realizacja wpływów z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych oraz VAT, były one o odpowiednio o 8,3% oraz 4,1% niższe niż w marcu ubiegłego roku. Spadek dynamiki wpływów z VAT Ministerstwo Finansów tłumaczy wysokim poziomem zwrotów VAT w tym okresie, co miało związek m.in. z rozliczeniami zrealizowanych w końcu 2015 r. dostaw w związku ze zintensyfikowaniem realizacji projektów kończącej się 31 grudnia 2015 r. poprzedniej perspektywy finansowej UE. Mniejsze niż założono były też wpływy z tytułu podatku od niektórych instytucji finansowych, wyniosły one 364 mln, wobec planowanych w tym roku 550 mln miesięcznie. Dochody budżetu państwa będą w tym roku dodatkowo wspierane rekordową wpłatą zysku NBP w kwocie 7,9 mld PLN, podczas gdy w budżecie zaplanowano wpływy z tego tytułu na poziomie 3,2 mld PLN. Po stronie wydatkowej budżetu odnotowano w pierwszym kwartale wzrost o 2,3% r/r. W kolejnych miesiącach możliwe jest dalsze przyspieszenie wydatków ze względu na uruchomienie programu Rodzina 500+. W związku ze wspomnianymi wcześniej nadzwyczajnymi wpływami budżetowymi nie spodziewamy się jednak problemów z realizacją budżetu w bieżącym roku.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Wykres 12 Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych [% PKB]



Źródło: MinFin

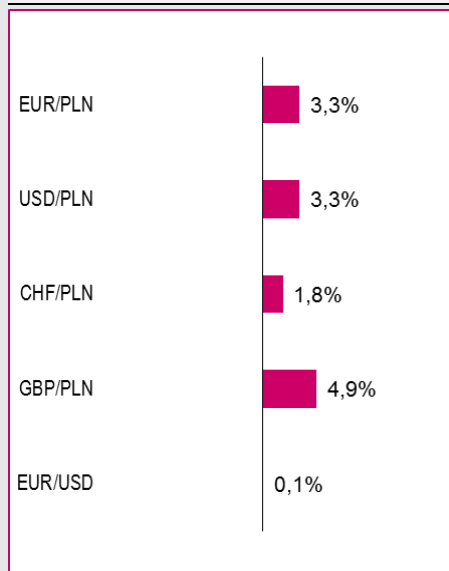
Źródło: Datastream, prognoza Millennium

Aktualizacja programu konwergencji zakłada odłożenie w czasie spełnienia średnioterminowego celu fiskalnego, który oznacza deficyt na poziomie 1,0% PKB

W aktualizacji programu konwergencji rząd założył, że deficyt sektora finansów publicznych w 2016r. utrzyma się na poziomie 2,6% PKB, w 2017r. zwiększy się do 2,9%, a w kolejnych latach będzie spadać do 2,0% PKB oraz 1,3% PKB w 2019r. Pomimo niższego niż w poprzedniej wersji programu punktu startowego deficyt w kolejnych latach będzie o 0,3 - 1,1 pkt. proc. wyższy niż zakładano poprzednio, co oznacza odłożenie w czasie spełnienia średnioterminowego celu fiskalnego, który oznacza deficyt na poziomie 1,0% PKB. Stało się tak, pomimo nieco wyższej niż w poprzedniej wersji programu ścieżki wzrostu gospodarczego, które w kolejnych 4 latach ma być zbliżony do 4,0%. Oznacza to luzowanie fiskalne dokonane w okresie dobrej koniunktury i wzrost deficytu strukturalnego. Wiosenna prognoza Komisji Europejskiej (dokonana jeszcze bez znajomości aktualizacji) jest nieco mniej optymistyczna. Zdaniem Komisji deficyt finansów publicznych w 2016 wyniesie 2,6% PKB, w 2017r. wzrośnie natomiast do 3,1% PKB. Komisja szacuje, że deficyt strukturalny w 2017r. wzrośnie do 3,3% PKB wobec 3,0% w 2015r. oraz 2,3% w 2014r. Budżet w kolejnych latach ma pokrywać koszt programu 500+ oraz prawdopodobnie zwiększanie kwoty wolnej od podatku oraz obniżenie wieku emerytalnego. Po stronie dochodowej znajduje się uszczelnienie systemu podatkowego, którego skutki są niepewne i ich ujawnienie zajmuje z reguły kilka lat. Dlatego sądzimy, że osiągnięcie obecnych celów fiskalnych jest obciążone dużym ryzykiem.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

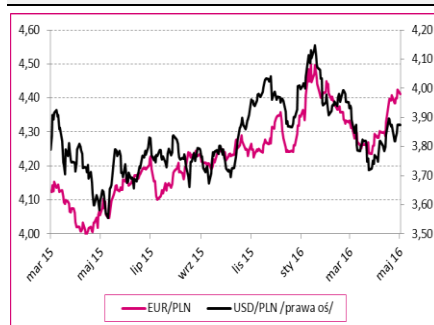


Źródło: Reuters

Po trwającym od połowy stycznia aprecjacyjnym trendzie w notowaniach złotego wobec euro drugi kwartał rozpoczął się od wyraźnego osłabienia polskiej waluty. Kurs EUR/PLN zawrócił z tegorocznego minimum na poziomie 4,2247 zwyżkując w kwietniu o ponad 13 groszy. Warto podkreślić, iż w minionym miesiącu złoty był najgorzej radzącą sobie walutą regionu. Podczas, gdy kurs EUR/PLN wzrósł w kwietniu o 4% notowania pary EUR/HUF obniżyły się o 2% i to pomimo cięcia stóp procentowych dokonanego na Węgrzech. Źródłem przeceny złotego były czynniki krajowe związane z obawami dotyczącymi możliwego cięcia ratingu Polski podczas zaplanowanej na 13 maja rewizji oceny wiarygodności kredytowej przez agencję Moody's. Nie bez znaczenia dla wartości złotego były także plany przedstawienia ostatecznej wersji ustawy dotyczącej konwersji walutowych kredytów hipotecznych w wersji uwzględniającej udział rezerw walutowych NBP. Polskiej walucie nie sprzyjał ponadto opis z kwietniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, w którym znalazł się fragment, iż „większość członków RPP nie wyklucza obniżek przy słabym wzroście gospodarczym i głębszej deflacji”. W kwietniu natomiast GUS opublikowane zdecydowanie gorsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej, czy niższej inflacji CPI. Mimo, iż trwałe pogorszenie scenariusza gospodarczego jest mało prawdopodobne, to przecena złotego przyspieszyła po publikacjach danych makro. Sentymentu inwestycyjnego nie poprawiała także rezolucja przyjęta przez Parlament Europejski, w której eurodeputowani wyrazili zaniepokojenie sytuacją w Polsce w związku z paraliżem Trybunału Konstytucyjnego.

Kwiecień to także dynamiczne zmiany w notowaniach pozostałych par złotych. W minionym miesiącu największa, bo 44-groszowa, amplituda wahań towarzyszyła parze GBP/PLN. Z najniższego od grudnia 2014 roku poziomu 5,25 notowania wzrosły do 5,69. Zmiany, poza słabością złotego na globalnym rynku, napędzane były wzrostem prawdopodobieństwa pozostania Wielkiej Brytanii w strukturach Unii Europejskiej podczas czerwcowego referendum w związku z rozpoczęciem się kampanii medialnej przeciwników Brexitu. Przed możliwym opuszczeniem UE przez Wielką Brytanię przestrzegł między innymi prezydent USA. W rezultacie w szybkim tempie funt zaczął odzyskiwać straty z pierwszego kwartału tego roku, a notowania pary GBP/PLN tylko w kwietniu wzrosły o niemal 8%.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Reuters

Wykres 15 Zmiana wartości walut CEE względem EUR w kwietniu



Źródło: Bloomberg

Źródłem możliwej przeceny złotego będzie decyzja agencji Moody's

W naszej ocenie w maju wycena złotego w dominującym stopniu zależna będzie od dwóch czynników. Pierwszy związany jest z ewentualnymi komentarzami przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej na temat możliwego dalszego pogorszenia się koniunktury, czy wolniejszego wygaszania deflacji. Jak pokazało majowe posiedzenie RPP bankierzy centralni podtrzymują co prawda swoje dotychczasowe nastawienie zakładające stabilność kosztu pieniądza. Niewykluczone jednak, iż ewentualne słabsze dane w kolejnym miesiącu wspartyby gotębią frakcję w ramach RPP. Drugim źródłem możliwej przeceny złotego będzie decyzja agencji Moody's w sprawie ratingu Polski. Wcześniejsze ostrzeżenia agencji sprawiają jednak, że groźba obniżki ratingu o jedną ocenę wydaje się być w kalkulowanej w notowania złotego, stąd reakcja rynku na takie cięcie nie musi być tak gwałtowna, jak podczas styczniowego cięcia oceny wiarygodności kredytowej przez Standard and Poor's. Decyzja odmienna od cięcia ratingu o jeden stopień mogłaby natomiast oznaczać podwyższoną zmienność kursu EUR/PLN. Rewizja ratingu polegająca na jego obniżce o dwa poziomy z dużym

Uważamy, że skala osłabienia złotego nie przekroczy w maju poziomu 4,50 PLN za EUR

Kwiecień był okresem korekty w dotychczas obowiązujących trendach

W marcu nastąpił solidny napływ nierezydentów na krajowy rynek długu po wcześniejszych dwóch miesiącach dynamicznego odwrotu kapitału zagranicznego

W kwietniu nierezydenci rolowali większość zapadających obligacji

Ciekawe wnioski płyną z analizy obligacji pod kątem preferencji co do terminów zapadalności długu

prawdopodobieństwem skutkowałaby wzrostem pary EUR/PLN do poziomu 4,50. Z kolei cięcie jedynie perspektywy oceny wiarygodności kredytowej Polski mogłoby się spotkać z umiarkowaną aprecjacją złotego i zbliżeniem się notowań do poziomu 4,30 PLN za EUR. W naszej ocenie na większą aprecjację nie pozwoli oczekiwanie na ostateczny projekt ustawy dotyczącej konwersji walutowych kredytów hipotecznych, który obok możliwych napięć w budżecie na 2017 rok, stanowi główny czynnik ryzyka dla wartości złotego w tym roku.

Mimo wszystko uważamy, że skala osłabienia złotego nie przekroczy w maju poziomu 4,50 PLN za EUR. Bazując na dotychczasowych wypowiedziach członków RPP, którzy poprawnie interpretują między innymi procesy inflacyjne zachodzące w globalnej gospodarce, wierzymy, iż nie zdecydują się oni na cięcia stóp procentowych. Z kolei w przypadku decyzji agencji Moody's nie wykluczamy, iż w przypadku cięcia maksymalnie o jeden stopień będzie to moment „sprzedawania plotek i kupowania faktów” tj. krótkotrwałego odreagowania negatywnej presji na złotym. Losy wartości złotego w średnim terminie wyjaśnią się natomiast w czerwcu, gdy powinniśmy poznać ostateczną wersję ustawy o konwersji kredytów fx. Możliwość zaangażowania NBP z pewnością będzie miała negatywny wpływ w notowaniach złotego.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Podobnie jak na krajowym rynku walutowym tak i w notowaniach polskiego długu kwiecień był okresem korekty w dotychczas obowiązujących trendach. W pierwszym kwartale dochodowość obligacji systematycznie zniżkowała. Miniony miesiąc natomiast zakończył się wzrostem rentowności, która ze względu na szczególne nasilenie na długim końcu krzywej skutkowało jej wystromieniem. Dochodowość obligacji 2-letnich w kwietniu wzrosła bowiem o zaledwie 7 bps - niezmiennie wspierana perspektywą stabilnych stóp procentowych i zakupami ze strony banków komercyjnych. Długi koniec krzywej natomiast zwyżkował w rentowności aż o 28 bps osiągając poziom 3,10%. Przewidywana długoterminowa rentowność była kopią zachowania obligacji na rynkach bazowych, gdzie Bund zwracając na początku kwietnia z niemal rocznego minimum na poziomie 0,09% potroił swoją dochodowość na koniec miesiąca. Z tego powodu pomimo sporej zmienności polskiej 10-latki jej spread do Bundów nie uległ znaczącemu rozszerzeniu. Nadal jednak różnica w dochodowości polskiej i niemieckiej 10-latki na poziomie 280 bps oscyluje wokół 2-letniego maksimum.

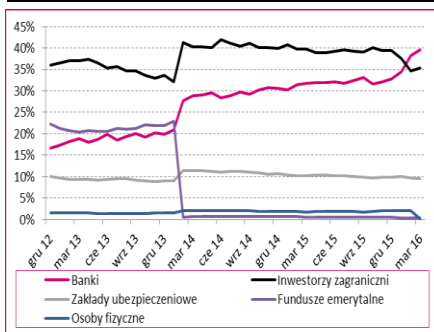
W kwietniu poznaliśmy dane Ministerstwa Finansów dotyczące przepływów w portfelu krajowych obligacji skarbowych w marcu, a więc drugi miesiąc obowiązywania tzw. „podatku bankowego”, który w istotny sposób wpłynął na zmiany na rynku SPW. Uwagę zwraca przede wszystkim solidny napływ nierezydentów na krajowy rynek długu po wcześniejszych dwóch miesiącach dynamicznego odwrotu kapitału zagranicznego. W marcu portfel nierezydentów powiększył się o 3,6 mld PLN do nieco ponad 190 mld PLN. Wyhamowało natomiast tempo napływu kapitału ze strony banków komercyjnych. Po rekordowym wzroście w lutym, gdy portfel SPW w posiadaniu banków zwiększył się o niemal 29 mld PLN, w marcu napłynęło dodatkowe 6 mld PLN, a stan posiadania przekroczył 212,5 mld PLN. Obecnie banki komercyjne wraz z inwestorami zagranicznymi skupiają niemal ¼ wszystkich obligacji denominowanych w złotych.

Istotna była także informacja, iż w kwietniu, gdy resort finansów wykupił od inwestorów zagranicznych obligacje na kwotę 4,7 mld PLN nierezydenci rolowali większość zapadających obligacji. W styczniu natomiast, gdy agencja Standard and Poor's niespodziewanie obniżyła rating Polski, zagranica nie zdecydowała się na rolowanie kapitału z zapadających wtedy papierów dłużnych.

Ciekawe wnioski płyną ponadto z analizy obligacji pod kątem preferencji co do terminów zapadalności długu. Inwestorzy zagraniczni redukowali portfel obligacji, którym do terminu zapadalności pozostało mniej niż jeden rok. Te natomiast były przejmowane przez krajowy sektor bankowy, dla którego krótki koniec krzywej stanowi substytut dla opodatkowanych tzw. „podatkiem bankowym” bonów pieniężnych NBP. Podobnie traktowane są także bono skarbowe, do emisji których Ministerstwo Finansów powróciło w styczniu tego roku po ponad dwóch latach przerwy. Od tego momentu banki komercyjne posiadają już 5,8 mld PLN w bonach skarbowych wobec blisko 6,5 mld PLN wszystkich wyemitowanych w pierwszym kwartale 2016 roku. Inwestorzy zagraniczni natomiast posiadają zaledwie 50 mln PLN bonów skarbowych.

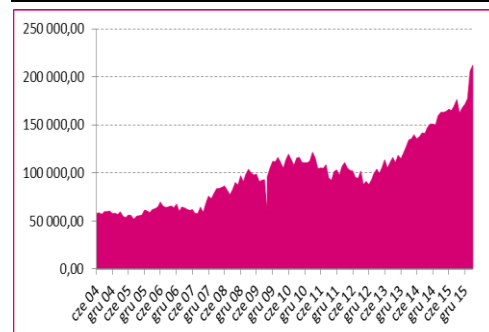
Zainteresowanie polskim długiem widoczne było także podczas pierwszego kwietniowego przetargu, na którym Ministerstwo Finansów papiery OK1018 za 1,765 mld PLN z blisko 3 mld popytem i rentownością na poziomie 1,645% oraz obligacje serii DS0726 za 2,94 mld PLN z ponad 4,1 mld zainteresowaniem i dochodowością 3,134%. MinFin pozyskał zatem 4,7 mld PLN tj. 0,2 mld powyżej zawężonego planu sprzedaży opiewającego na kwotę 2,5 - 4,5 mld PLN. Wynik aukcji pozwolił zwiększyć finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych do około 64%.

Wykres 16 Struktura podmiotowa zadłużenia SPW [w %]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wykres 17 Zaangażowanie banków komercyjnych w SPW [w mln]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Krótki koniec niezmiennie wspierany jest perspektywą stabilnego kosztu pieniądza

Najbliższe tygodnie powinny w naszej ocenie przynieść utrzymanie rentowności obligacji długiego końca powyżej bariery 3,0%. Wycenie polskiego długu nie służy oczekiwanie na rewizję ratingu przez agencję Moody's, przedstawienie ostatecznej propozycji konwersji walutowych kredytów hipotecznych, czy sytuacja na rynkach bazowych. Krótki koniec natomiast niezmiennie wspierany perspektywą stabilnego kosztu pieniądza i napływem kapitału ze strony banków komercyjnych koncentrować się będzie nieco powyżej poziomu 1,50%. Z tego powodu oczekujemy utrzymania wystromienia krzywej na najwyższym od trzech lat poziomie 160 bps. Druga połowa roku natomiast ma szansę przynieść stopniowy wzrost wystromienia krzywej SPW. Związane to będzie z obawami dotyczącymi deficytu budżetowego na 2017 rok i możliwym dynamicznym powiększeniem przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Na koniec bieżącego roku prognozujemy, iż dochodowość polskiej 10-latki wzrośnie do 3,30%, a krótki koniec skupiony będzie wokół poziomu 1,60%.

RYNKI ZAGRANICZNE

Kwietniowe notowania eurodolara cechowały się podwyższoną zmiennością

Kwietniowe notowania eurodolara cechowały się podwyższoną zmiennością. Początkowo kurs EUR/USD wyznaczył półroczne maksimum na poziomie 1,1464 w reakcji na wypowiedź prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która zaleciła ostrożność w kwestii normalizacji polityki pieniężnej. Co ciekawe aprecjacja amerykańskiej waluty nie wywołał w tym czasie nawet solidny przyrost nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym w USA w kwietniu, nieznaczna rewizja w górę danych za poprzedni miesiąc i wzrost wynagrodzenia godzinowego. Dość nieoczekiwane, bo bez wpływu istotnych danych, czy wydarzeń w połowie kwietnia kurs EUR/USD dynamicznie, bo momentami w największym od lutego jednodniowym tempie, zniżkował. Euro potaniało o blisko 2% w relacji do dolara zwracając tym samym z poziomu najwyższego od października. Z kolei w drugiej połowie kwietnia kurs EUR/USD ponownie zwyżkował. Wpłynęło na to stopniowo rosnące przekonanie rynku na temat braku nowych działań łagodzących politykę pieniężną ze strony Rady Prezesów EBC podczas kwietniowego posiedzenia. Zgodnie z oczekiwaniami Rada Prezesów EBC pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Kluczowy był natomiast komunikat i późniejsze wypowiedzi prezesa M. Draghiego podczas konferencji prasowej. Początkowo euro zyskiwało na wartości ponownie osiągając niemal poziom 1,14 w reakcji na komentarz M. Draghiego, iż bank nie planuje zwiększania wartości programu QE. Sytuacja krótkotrwale odwróciła się w momencie, gdy M. Draghi oznajmił, iż bank jest gotowy do użycia wszystkich dostępnych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej tak długo jak to będzie konieczne. Mimo to koniec kwietnia to passa sześciu z rzędu wzrostowych sesji, w trakcie której kurs EUR/USD dotarł do poziomu 1,16.

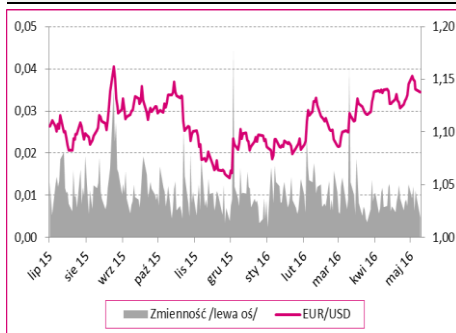
Makro i rynek

raport miesięczny

W kwietniu równie ciekawie prezentowały się notowania pozostałych głównych par walutowych

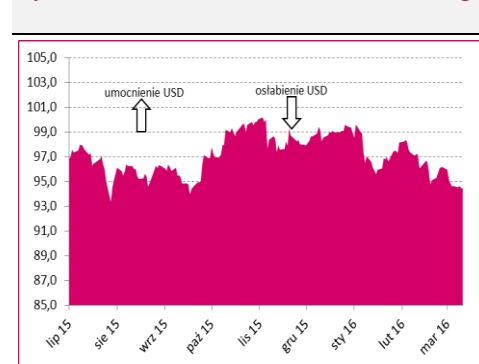
W kwietniu równie ciekawie prezentowały się notowania pozostałych głównych par walutowych. Kurs EUR/CHF obniżył się do najniższego od miesiąca poziomu 1,0841 i to pomimo, iż głos w sprawie polityki pieniężnej zabrał T.Jordan stwierdzając, że bank centralny Szwajcarii jest gotów do dalszego luzowania polityki monetarnej, a jego ujemna benchmarkowa stopa procentowa jest niezbędna do obniżenia presji na umocnienie franka. Dopiero druga połowa ubiegłego miesiąca przyniosła osłabienie franka i wyznaczenie przez kurs EUR/CHF poziomu 1,10 tj. najwyższego od lutego. Sporo działo się także w notowaniach pary EUR/GBP i USD/JPY. Początkowo funt pozostawał pod presją czwercowego referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Na początku kwietnia sondaże wskazywały na zbliżony odsetek zwolenników i przeciwników pozostania Wielkiej Brytanii w strukturach UE, co sugerowało niepewność, co do ostatecznego wyniku. W połowie kwietnia rząd D.Cameron z większą intensywnością zaczął prowadzić kampanię na rzecz pozostania Wielkiej Brytanii w strukturach Unii Europejskiej, co skutkowało zwiększeniem odsetka przeciwników Brexitu w kolejnych badaniach opinii publicznej.

Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań [w centach]



Źródło: Reuters

Wykres 19 Notowania indeksu dolarowego

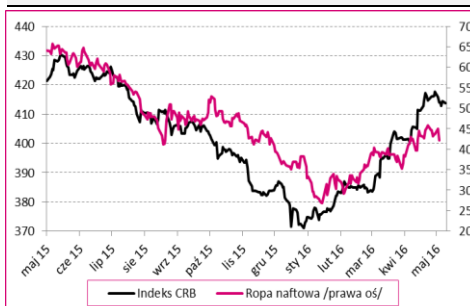


Źródło: Reuters

Drugi kwartał nie powinien przynieść większych zmian w stanowiskach Europejskiego Banku Centralnego i Rezerwy Federalnej

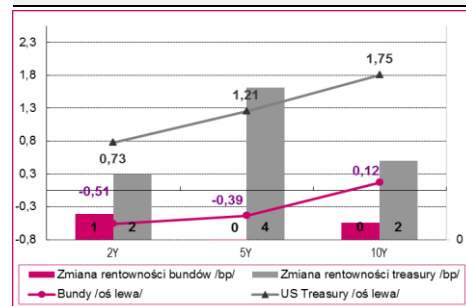
Podtrzymujemy naszą ocenę z poprzedniego raportu, iż drugi kwartał nie powinien przynieść większych zmian w stanowiskach Europejskiego Banku Centralnego i Rezerwy Federalnej w kwestii perspektyw polityki pieniężnej. Kwietniowe posiedzenie Rady Prezesów EBC potwierdziło, iż polityka monetarna w strefie euro zostanie łagodna przez wydłużony okres, a pierwszą oznaką jej normalizacji będzie rezygnacja z programu QE. Przypomnijmy, iż program skupu aktywów obowiązuje co najmniej do września 2016 roku. Dość jasno określone są także perspektywy polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych. W ocenie większości bankierów centralnych, zgodnie z ostatnią projekcją, w tym roku koszt pieniądza wzrośnie o 50 bps. Tu jednak istnieje pewna rozbieżność pomiędzy oficjalnymi oczekiwaniami przedstawicieli Fed, a konsensusem rynkowym. Ostatnie, gorsze od konsensusu, dane z rynku pracy USA jeszcze bardziej skomplikowały sytuację. Obecnie rynek stopy procentowej wycenia jedną podwyżkę kosztu pieniądza i to dopiero w listopadzie. Rynek nie jest zatem przekonany do bazowego scenariusza Rezerwy Federalnej i w tym upatrywalibyśmy ewentualnego czynnika mogącego wpłynąć na spadek pary EUR/USD w sytuacji, gdyby dane makro z USA potwierdzały pozytywny obraz amerykańskiej koniunktury.

Wykres 20 Notowania ropy naftowej i indeksu CRB



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Źródłem przeceny obligacji USA było stopniowo rosnące przekonanie inwestorów, co do zbliżającego się terminu pierwszej w tym roku podwyżki stóp procentowych

Jakiegokolwiek modyfikacje, programu QE mają istotny wpływ na wycenę niemieckiego długu

W minionym miesiącu dochodowość 30-letnich obligacji Japonii ustanowiła historyczne minimum na poziomie 0,27%

Wycena amerykańskiego długu będzie zależna od wymowy napływających danych

Przez zdecydowaną większość kwietnia rentowności amerykańskiego i niemieckiego długu zwiększyły się. Źródłem przeceny obligacji USA było stopniowo rosnące przekonanie inwestorów, co do zbliżającego się terminu pierwszej w tym roku podwyżki stóp procentowych. Wsparcie w tej kwestii stanowiły między innymi dobre dane z amerykańskiej gospodarki, a także opis z kwietniowego posiedzenia Rezerwy Federalnej, w którym bankierzy centralni podtrzymali swoją wcześniejszą ocenę na temat możliwych podwyżek kosztu pieniądza w 2016 roku. W rezultacie dochodowość 2-latk amerykańskiej wzrosła w pierwszych trzech tygodniach minionego miesiąca o 17 bps do poziomu 0,87%. Bardziej dynamiczna była zwyżka długiego końca. Rentowność obligacji o 10-letnim terminie zapadalności wzrosła momentami o 24 bps do 1,93%. Sytuacja odwróciła się pod koniec ubiegłego miesiąca, gdy dochodowość obligacji USA wzduż całej krzywej rozpoczęła dynamiczny spadek, który szybko zanegował cały wcześniejszy spadek cen. Duży udział miały w tym rozczarowujące dane dotyczące PKB w pierwszy trzech miesiącach tego roku, a także publikacja raportu z rynku pracy USA na początku maja.

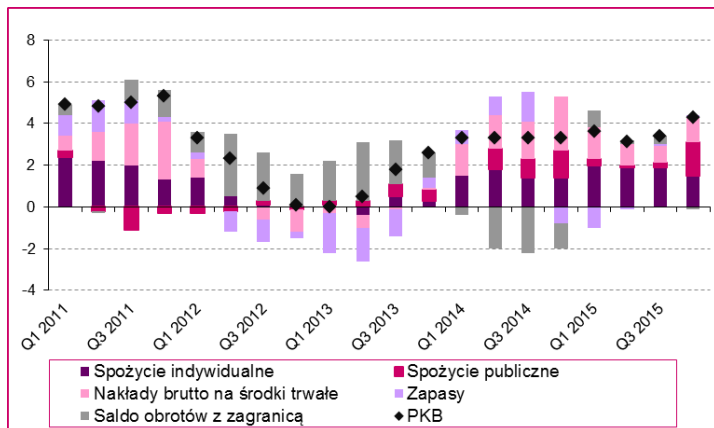
Notowania niemieckiego długu pozostawały w kwietniu pod dominującym wpływem retoryki posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. M. Draghi podsumowując posiedzenie Rady Prezesów EBC w ubiegłym miesiącu stwierdził, iż bank nie planuje zwiększania wartości programu QE. Jakiegokolwiek modyfikacje, obowiązującego co najmniej do września 2016 roku, programu QE mają istotny wpływ na wycenę niemieckiego długu ponieważ zakupy obligacji dokonywane są w zależności od udziału danego państwa w bilansie EBC. Tymczasem udział Niemiec w kapitałach EBC wynosi ponad ¼. Pod koniec kwietnia, podobnie jak w przypadku amerykańskiego długu, dochodowość obligacji Niemiec zaczęła silnie zniżkować i już na początku maja ustanowiła poziom 0,12%, choć tydzień wcześniej wynosiła 0,29%. Aktualnie rentowność Bunda jest zaledwie o 7 bps wyższa od ustanowionej przed rokiem historycznego minimum na poziomie 0,05%.

Analizując sytuację na bazowych rynkach długu w kwietniu warto również podkreślić trwający nieprzerwanie od końca 2015 roku spadek dochodowości japońskich długoterminowych obligacji. W minionym miesiącu dochodowość 30-letnich obligacji kraju Kwitnającej Wiśni ustanowiła historyczne minimum na poziomie 0,27%, choć jeszcze na początku roku była 100 bps wyżej. Źródłem spadku tak w pierwszym kwartale, jak i w kwietniu były oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez Bank Japonii. Agencja Bloomberg poinformowała, iż BoJ rozważa wprowadzenie ujemnego oprocentowania dla niektórych pożyczek dla banków komercyjnych podczas kwietniowego posiedzenia. Ostatecznie jednak BoJ nie zmienił parametrów polityki monetarnej, czym wywołał niewielki wzrost dochodowości obligacji japońskich pod koniec kwietnia.

W naszej ocenie wydarzenia nadchodzących tygodni nie powinny w istotny sposób wpłynąć na wycenę niemieckiego długu. Przewidywalność najbliższych decyzji Europejskiego Banku Centralnego sprawi natomiast, że większą wrażliwość wycena Bunda może przejawiać na ewentualne zmiany w apetycie na ryzyko. Jakiegokolwiek przejawy awersji do ryzyka powinny wspierać zainteresowanie niemieckim długiem, choć potencjalna przestrzeń do spadku dochodowości pozostaje ograniczona bliskością historycznego minimum. Niewykluczone jednak, iż uda się je osiągnąć na przykład na fali obaw o wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej podczas czerwcowego referendum. Wycena amerykańskiego długu natomiast będzie zależna od wymowy napływających danych. To one kształtować bowiem będą rynkowy konsensus co do terminu pierwszej w tym roku podwyżki stóp procentowych w USA.

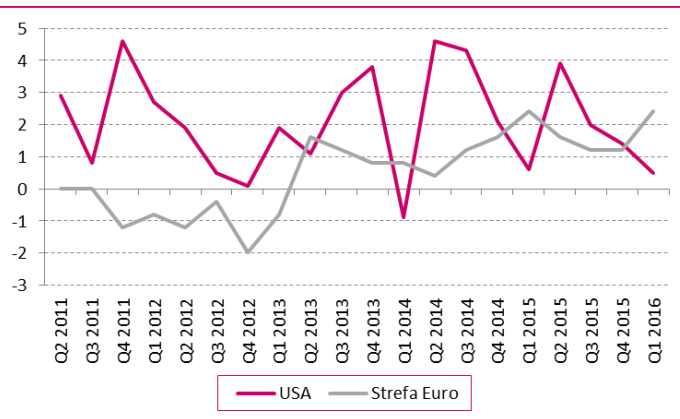
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [% , r/r]



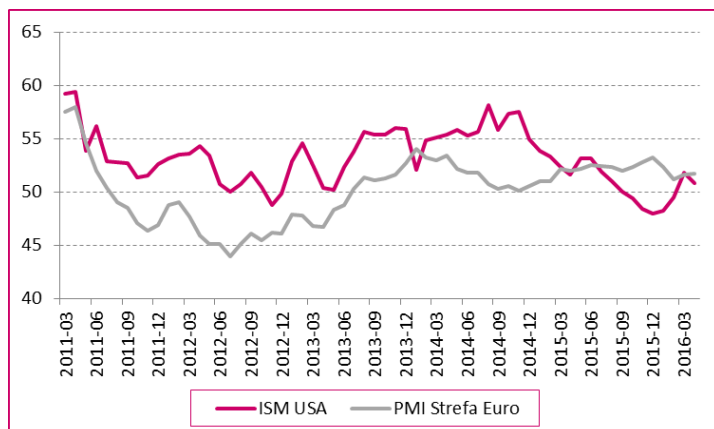
Źródło: Datastream

Wykres 23 Annualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



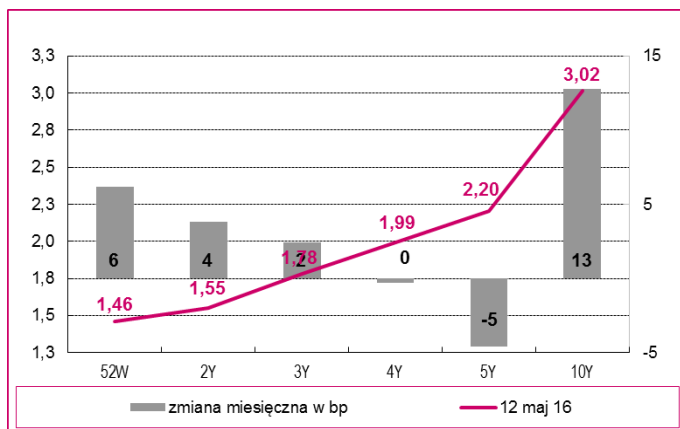
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



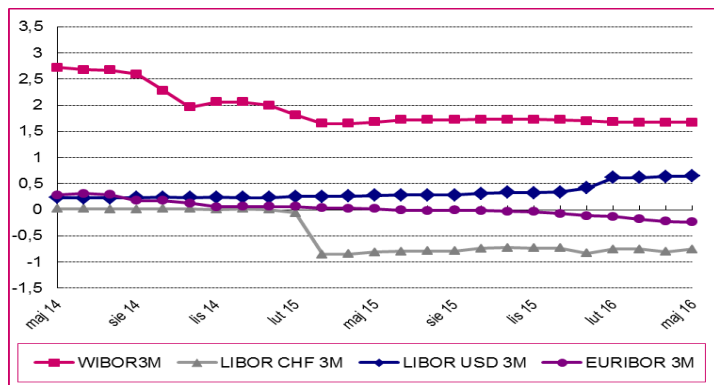
Źródło: Datastream

Wykres 25 Miesięczna zmiana rentowności SPW [%]



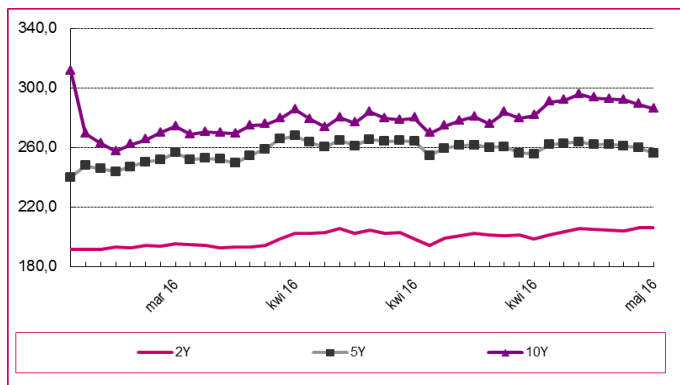
Źródło: Reuters

Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR i EURIBOR [bps]



Źródło: Reuters

Wykres 27 Spread polskich SPW do niemieckich obligacji



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-1,0
Inflacja bazowa (% r/r)	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,7	-1,2	-1,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7,2	8,3	9,0	9,4	9,1	10,2	10,1	9,1	9,7	9,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,5	5,0	3,5
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	2,0	2,9	3,6	5,7	7,0	3,2	6,2	3,0	6,0	5,5
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-574	-608	-216	395	-603	805	-383	70	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,9	-0,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,3	6,5	0,8	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	3,9	4,0
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,9	2,9
Stopa bezrobocia (%)	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1

	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16
Stopa referencyjna (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	1,66	1,67	1,67	1,67	1,65	1,60	1,56	1,56	1,57	1,57
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,68	1,67	1,67	1,67
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,87	1,79	1,65	1,61	1,58	1,54	1,46	1,45	1,52	1,55
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,51	2,39	2,09	2,08	2,23	2,39	2,22	2,20	2,28	2,20
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,98	2,85	2,68	2,69	2,95	3,16	2,95	2,84	3,09	3,05
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,40
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,84
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,12	1,10	1,06	1,09	1,08	1,09	1,14	1,15	1,15

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB (mld PLN)	1361,9	1445,1	1566,6	1629,0	1656,3	1719,1	1789,7	1882,4
PKB (wzrost realny, %)	2,6	3,7	5	1,6	1,3	3,3	3,6	3,5
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	3,9
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,8
Inwestycje (wzrost realny, %)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10	5,8	4,8
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,8	9,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,2	-1,6
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,4
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	2,6	1,6	3,1	1,4	1,0	0,5	0,2	0,5
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,9
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,70
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,11	3,97	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,30
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,87	2,97	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	3,90

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Datastream prognozy Banku Millennium

KALENDARIUM

Maj / Czerwiec

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
		11 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	12 PL: inflacja CPI US: liczba nowych bezrobotnych	13 GE: inflacja CPI, PKB PL: PKB, podaż pieniądza M3, bilans handlowy, inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna, indeks uniwersytetu Michigan, inflacja PPI
16	17 EZ: bilans handlowy US: liczba pozwoleń na budowę, liczba nowych budów, inflacja CPI	18 EZ: inflacja CPI, inflacja bazowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, opis posiedzenia banku centralnego PL: zatrudnienie, płace	19 EZ: rachunek obrotów bieżących PL: produkcja przemysłowa, inflacja PPI, sprzedaż detaliczna US: liczba nowych bezrobotnych	20 GE: inflacja PPI US: sprzedaż domów na rynku wtórnym
23 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI	24 GE: PKB, ZEW US: sprzedaż nowych domów	25 GE: IFO US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, PMI w sektorze usług	26 US: liczba nowych bezrobotnych, zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż domów na rynku wtórnym	27 PL: opis posiedzenia banku centralnego US: PKB, indeks uniwersytetu Michigan GE: sprzedaż detaliczna
30 GE: CPI	31 PL: PKB, inflacja CPI EZ: podaż pieniądza M3, stopa bezrobocia, szacunki inflacji, inflacja bazowa US: indeks CaseShiller	01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: PMI w przemyśle, ISM, liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, Beżowa Księga Fed	02 EZ: inflacja PPI, decyzja w sprawie stop procentowych US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych	03 EZ: sprzedaż detaliczna US: bilans handlowy, stopa bezrobocia, zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku
06 GE: zamówienia fabryczne EZ: indeks Sentix	07 GE: produkcja przemysłowa EZ: PKB PL: stan rezerw NBP	08 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	09 GE: bilans handlowy US: liczba nowych bezrobotnych	10 GE: inflacja CPI US: indeks uniwersytetu Michigan

PL - Polska; GE - Niemcy; US - Stany Zjednoczone; EZ - strefa euro; HU - Węgry; CZ - Czechy; SZ - Szwajcaria, CH - Chiny, JN - Japonia
Źródło: Reuters, Bloomberg, MinFin, PAP

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.millenet.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.