

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

13 września 2016

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska
Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Podsumowanie miesiąca

- Odbudowa wzrostu gospodarczego w Q2 br. była tylko symboliczna, a dynamika PKB wyniosła 3,1% r/r wobec 3,0% r/r w Q1. Dane były gorsze od oczekiwań, rozczarowała też struktura wzrostu, bowiem pogłębił się spadek inwestycji (-4,9% r/r wobec -1,8% r/r w Q1). Jest to efekt opóźnienia w wykorzystaniu środków unijnych, nie bez wpływu jest też wzrost niepewności. Dane za lipiec wskazały na słaby początek drugiego półrocza. Dane o produkcji przemysłowej, a także sprzedaży detalicznej okazały się gorsze od oczekiwań. W lipcu produkcja spadła o 3,4% r/r po wzroście o 6,0% r/r w czerwcu i była znacznie gorsza od oczekiwań. Zrewidowaliśmy naszą dotychczasową prognozę wzrostu PKB w tym roku z 3,5% do 3,2%. Głównym motorem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, której dynamika w kolejnych kwartałach będzie przyspieszała, jednak bez wyraźnej odbudowy w inwestycji skala przyspieszenia dynamiki PKB będzie umiarkowana.
- Dane o wstępnym wykonaniu budżetu państwa po lipcu potwierdziły wyraźną poprawę kondycji finansów publicznych. Przy znacznie wyższych dochodach niepodatkowych i dyscyplinie po stronie wydatków, całoroczny deficyt będzie w naszej ocenie wyraźnie niższy od planu. Przyjęty przez rząd projekt budżetu na rok 2017 oceniamy jako ambitny i oparty na zbyt optymistycznych założeniach makroekonomicznych. Przekłada się to na optymistyczne założenia wpływów podatkowych, które w stosunku do planowanego wykonania w tym roku mają wzrosnąć o blisko 9% nominalnie. W konsekwencji ich udział w PKB powinien wzrosnąć o ok. 0,4 pkt. proc. Plan ambitny, niemniej takie wzrosty wpływów z podatku VAT zdarzały się w ostatnich latach. Bardziej sceptyczni jesteśmy względem założeń utrzymania deficytu sektora general government poniżej 3% PKB. Planowany deficyt budżetu na poziomie 3% PKB oznaczałby konieczność zrównoważenia salda pozostałych elementów sektora finansów publicznych.
- Na posiedzeniu we wrześniu Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Wymowa komunikatu po posiedzeniu nie różni się od poprzednich, pomimo słabszych od oczekiwań danych z gospodarki za ostatnie dwa miesiące. Obraz gospodarki przedstawiony w komunikacie po posiedzeniu we wrześniu jest bardziej optymistyczny niż konsensus rynkowy. W naszej ocenie istnieje ryzyko, że RPP będzie musiała zrewidować swoją optymistyczną wizję gospodarki.
- Po początkowym szoku na rynkach wywołanym wynikiem brytyjskiego referendum w sprawie wyjścia z Unii Europejskiej lipiec i sierpień były miesiącami wzrostu wartości złotego. Wsparcie dla polskiej waluty stanowiły przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w tym kolejna runda łagodzenia polityki pieniężnej przez największe banki centralne świata tj. Bank Anglii, czy Bank Japonii. Nie bez znaczenia było także oddalenie procesu normalizacji polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych. Poza czynnikami globalnymi źródłem aprecjacji były również czynniki lokalne. Złoty był jednym z beneficjentów zawirowań politycznych w Turcji, a nieudany zamach stanu w tym kraju skutkował gwałtowną realokacją kapitału w ramach koszyka emerging markets. Na początku sierpnia natomiast wsparciem był czynnik krajowy w postaci łagodniejszego w stosunku do pierwotnej wersji projektu tzw. „ustawy frankowej”.

PRZEGLĄD GOSPODARZY	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%	20-21 wrz	0,25%-0,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	15 wrz	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	20 paź	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	4-5 paź	1,50%

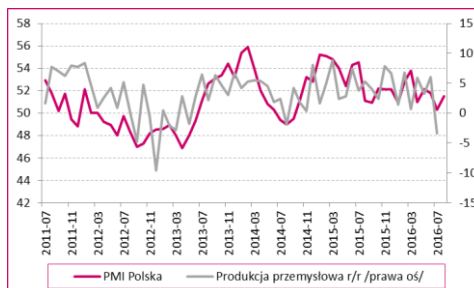
Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

Tylko nieznaczne przyspieszenie wzrostu PKB w Q2, przy dalszym spadku inwestycji

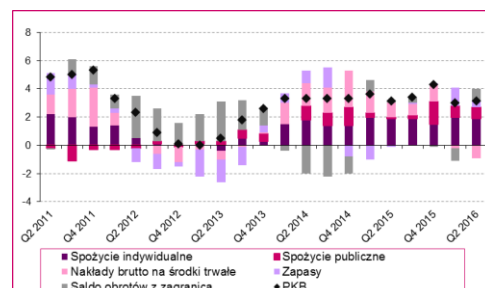
PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Odbudowa wzrostu gospodarczego w Q2 br. była tylko symboliczna w stosunku do słabego wyniku pierwszego kwartału. Dynamika PKB wyniosła bowiem 3,1% r/r w Q2 wobec 3,0% r/r w Q1. Nieco lepiej prezentują się dane po wyeliminowaniu wahań sezonowych, które wskazywały na wzrost o 0,9% kw./kw. w stosunku do spadku o 0,1% kw./kw. w pierwszych trzech miesiącach tego roku. Był to wynik, który ulokował polską gospodarkę w gronie najszybciej rosnących w krajach UE. Wynik polskiej gospodarki w drugim kwartale był słabszy od oczekiwań i równie niekorzystna była też struktura wzrostu gospodarczego. Głównym motorem wzrostu pozostał popyt krajowy, głównie dzięki rosnącej konsumpcji, choć jej przyspieszenie do 3,4% r/r nieco rozczarowało w kontekście uruchomienia programu Rodzina 500+. Pogłębił się natomiast spadek inwestycji (-4,9% r/r wobec -1,8% r/r w Q1) i był to drugi z rzędu kwartał ich zniżki. Spadek inwestycji w I półroczu to efekt przede wszystkim kurczących się inwestycji sektora publicznego. W firmach prywatnych dynamika inwestycji była wciąż dodatnia, choć wyraźnie spadła w stosunku do roku ubiegłego. Częściowo jest to efekt opóźnienia w wykorzystaniu środków unijnych, co negatywnie wpływa nie tylko na inwestycje infrastrukturalne (widoczne m.in. w słabych wynikach produkcji budowlano-montażowej), ale także inwestycje firm, które planowały projekty pod spodziewany napływ funduszy unijnych. Nie bez wpływu jest też wzrost niepewności. Według badań NBP jest to w ostatnich kwartałach jeden z dwóch głównych czynników odpowiedzialnych za odkładanie decyzji o rozpoczęciu inwestycji. Ten czynnik może być szczególnie istotny dla małych i średnich firm. W I połowie tego roku to właśnie firmy średniej wielkości, zatrudniające 50-250 osób, w największym stopniu ograniczyły inwestycje.

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



Wykres 2 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [% r/r]



Źródło: Datastream

Źródło: Datastream

Słaby początek Q3 w polskiej gospodarce

Dane za lipiec wskazały na słaby początek drugiego półrocza. Dane o produkcji przemysłowej, a także sprzedaży detalicznej okazały się gorsze od oczekiwań. W lipcu dynamika produkcji spadła do -3,4% r/r z +6,0% r/r w czerwcu i była znacznie gorsza od oczekiwań. Wynik ten był najgorszy od grudnia 2012r., a poprzedni spadek produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym zanotowano w sierpniu 2014r. Słabsze wyniki produkcji w lipcu to m.in. skutek niekorzystnego efektu kalendarzowego w związku z mniejszą liczbą dni roboczych. Ten czynnik nie tłumaczy jednak takiej skali pogorszenia, ponieważ także po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowych dynamika spadła do 1,6% r/r z 3,4% r/r w czerwcu. Tak gwałtowne pogorszenie produkcji może mieć charakter przejściowy, gdyż wyniki koniunktury PMI, także u naszych głównych partnerów handlowych, wskazują na utrzymanie się korzystnej koniunktury. Także zamówienia w przemyśle rosły dynamicznie od początku roku, choć sam lipiec przyniósł wyraźne wyhamowanie ich dynamiki. Wciąż słabo wyglądają wyniki produkcji budowlano-montażowej, która w lipcu była o 18,8% niższa niż przed rokiem. Był to najgorszy wynik produkcji budowlanej od maja 2013r. Negatywny trend inwestycji budowlanych utrzymuje się także na początku trzeciego kwartału.

Dane o sprzedaży detalicznej nie odzwierciedlają w pełni efektów programu Rodzina 500+

Negatywnej niespodzianki dostarczyły też dane o sprzedaży detalicznej, która wzrosła w lipcu w ujęciu realnym o 4,4% r/r po wzroście o 6,5% r/r w czerwcu. Dane okazały się nieco zaskakujące, szczególnie, że w niewielkim stopniu odzwierciedlają skutki programu Rodzina 500+. Może to wynikać ze specyfiki danych o sprzedaży detalicznej, które w ograniczonym stopniu odzwierciedlają tendencje w zakresie konsumpcji. Nie

Słabsze wyniki pierwszego półrocza i gorsze perspektywy inwestycji skłaniają do rewizji prognoz PKB w dół

Rachunek bieżący wykazał w czerwcu deficyt w kwocie 203 mln EUR wobec nadwyżki 624 mln EUR w maju

W czerwcu, drugi miesiąc z rzędu, spadała wyrażona w euro wartość eksportu usług

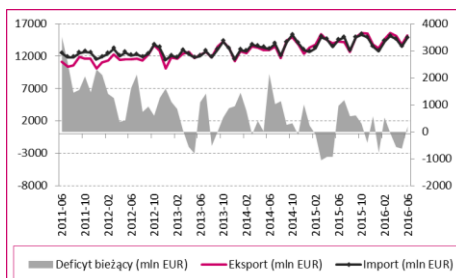
W całym 2016r. oczekujemy bardzo niskiego deficytu na rachunku bieżącym

uwzględniają bowiem m.in. sprzedaży usług, których konsumpcja może rosnąć szczególnie w miesiącach letnich (turystyka), a także sprzedaży w małych sklepach i na targowiskach. Nasze przypuszczenia potwierdziły wnioski z analizy NBP nt. sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Analizując strukturę wydatków odpowiednich grup gospodarstw domowych eksperci NBP zauważyli, że wyniku wprowadzenia dodatku najsilniej rosną wydatki na usługi. Poprawa sytuacji finansowej najbiedniejszych gospodarstw domowych może upodobnić ich wzorce konsumpcji do gospodarstw zamożniejszych, które większy odsetek dochodów wydają na usługi (edukacja, rekreacja, kultura, turystyka). Wyjaśnia to brak przyśpieszenia sprzedaży detalicznej po uruchomieniu programu i sugeruje wyraźną poprawę dynamiki konsumpcji od Q3 2016r. Perspektywy konsumpcji ogółem pozostają zatem dobre.

Dane za lipiec wskazują, że początek drugiego półrocza nie przyniósł poprawy koniunktury gospodarczej. Uwzględniając dodatkowo słabszy od oczekiwań wzrost w I połowie tego roku zrewidowaliśmy w dół naszą dotychczasową prognozę wzrostu PKB w tym roku z 3,5% do 3,2%. Głównym motorem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, której dynamika w kolejnych kwartałach będzie przyspieszała, jednak bez wyraźnej odbudowy w zakresie inwestycji skala przyspieszenia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach będzie jedynie umiarkowana. Tymczasem opóźnienia w uruchamianiu środków unijnych, niepewność co do sytuacji w otoczeniu wewnętrznym, ale też zewnętrznym negatywnie wpływają na skłonność firm do podejmowania inwestycji, co może ciążyć na wynikach inwestycji także w II połowie roku. Pomimo rewizji w dół, wynik polskiej gospodarki w tym roku wciąż będzie jednym z najlepszych w UE.

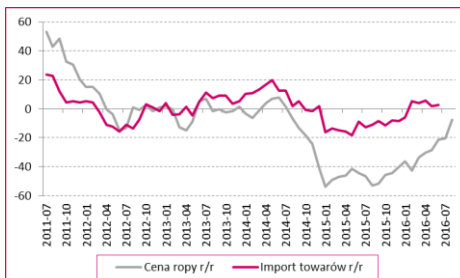
Rachunek bieżący wykazał w czerwcu deficyt w kwocie 203 mln EUR wobec nadwyżki 624 mln EUR w maju. Pogorszenie bilansu w porównaniu z poprzednim miesiącem wynikało ze wzrostu deficytu na rachunku dochodów pierwotnych (ujemne saldo dochodów z inwestycji) oraz zmniejszenia nadwyżki na rachunku usług.

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

W porównaniu z majem w czerwcu wyraźnie przyspieszyły wolumeny wymiany towarowej. Wyrażony w euro eksport wzrósł o 6,4% r/r, po spadku o 0,7% r/r miesiąc wcześniej. Import wzrósł natomiast o 2,4% r/r wobec wzrostu o 0,4% r/r w maju. Ożywienie wynikało z czynników statystycznych i było już widoczne w innych danych za czerwiec. Saldo obrotów towarowych, które już od 10 miesięcy jest dodatnie, nie zmieniło się znacząco w porównaniu z poprzednim miesiącem i wyniosło 404 mln EUR. W czerwcu, drugi miesiąc z rzędu spadały wyrażone w euro przychody na rachunku usług, co częściowo można wiązać z efektem kursowym. Były one o 2,1% niższe niż przed rokiem po spadku o 1,7% r/r w maju, podczas gdy poprzednio spadek eksportu usług w ujęciu rok do roku odnotowano w marcu 2013r. W rezultacie, dodatnie saldo usług było mniejsze niż w poprzednich miesiącach i wyniosło 815 mln EUR. W czerwcu odnotowano ponadto pokaźny deficyt na rachunku dochodów pierwotnych równy 1,409 mld EUR. Na rachunku kapitałowym, po bardzo trudnym początku roku, czerwiec był czwartym miesiącem z rzędu kiedy odnotowano napływ zagranicznego kapitału na rynek papierów dłużnych, w kwocie 519 mld EUR. Jednak napływ wciąż nie wyrównał odnotowanego w styczniu i lutym odpływu o łącznie 6,4 mld EUR.

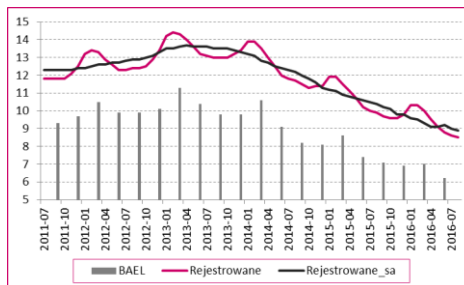
Bilans płatniczy pokazuje obecnie, że polska gospodarka znajduje się w równowadze. Po Q2 deficyt na rachunku bieżącym w ujęciu płynnego roku stanowił zaledwie 0,3% PKB, wyrównując rekordowo niski wynik z 2015r. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu eksportu, jednak w lipcu możliwe jest wyhamowanie wolumenów wymiany handlowej w konsekwencji słabych lipcowych danych z gospodarki. Popyt na polskie towary pozostaje solidny, a nowe zamówienia eksportowe rosną szybciej od

Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia, a stopa bezrobocia ustanawia nowe historyczne minima dla okresu po transformacji ustrojowej

krajowych (choć i w przypadku tych danych lipiec przyniósł wyraźne wyhamowanie wzrostu). Dane PMI za sierpień wskazują natomiast na wyraźne ożywienie eksportu. Jednocześnie wzrost importu będzie ograniczany w najbliższych miesiącach przez wciąż relatywnie niskie ceny ropy naftowej. Spodziewane na początku roku przyspieszenie importu w związku z ożywieniem popytu konsumpcyjnego prawdopodobnie nie będzie miało miejsca. Wydaje się, że rosnące dochody gospodarstw domowych (m.in. 500+) są przeznaczane na usługi, spłatę zobowiązań lub oszczędności, co powinno być neutralne z punktu widzenia bilansu płatniczego. W konsekwencji w całym 2016r. oczekujemy bardzo niskiego deficytu na rachunku bieżącym.

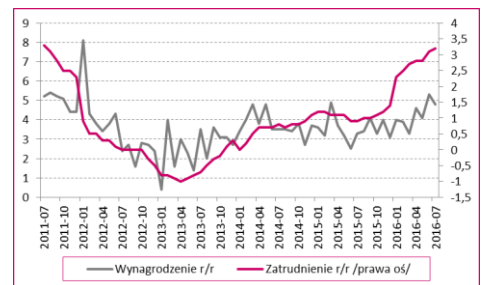
Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia, a stopa bezrobocia ustanawia nowe historyczne minima dla okresu po transformacji ustrojowej. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w lipcu do 8,6% z 8,8% w czerwcu i była o 1,4 pkt. proc. niższa niż przed rokiem. Liczba bezrobotnych była o 14,1% niższa niż przed rokiem i wyniosła 1,361 mln. Spadła też zarówno liczba wyrejestrowań, jak i liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych. Sytuacja ta utrzymuje się od kilku miesięcy i oznacza mały ruch na rynku pracy, który zbliża się już do pełnego wykorzystania zasobów pracy. Liczba ofert pracy zgłaszanych w ciągu miesiąca kontynuowała wzrosty, w lipcu o 9,2% r/r. Pozytywne tendencje utrzymały się w sierpniu, kiedy wg szacunków MRPiS stopa bezrobocia rejestrowanego nadal spadała, do 8,5%. Wg danych szacunkowych, w sierpniu na jedną ofertę pracy przypadało 9,9 bezrobotnego, był to drugi najniższy wynik w historii, a rekord na poziomie 9,5 odnotowano w czerwcu. Odzwierciedla to rosnące problemy ze znalezieniem pracowników.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw [%]



Źródło: Datastream

Problem niskiej aktywności zawodowej, który w Polsce dotyczy głównie kobiet, może się pogłębić w kolejnych latach

Pozytywny obraz rynku pracy potwierdzają kwartalne dane BAEL. Badanie jako bezrobotne traktuje osoby pozostające bez pracy i aktywne jej szukające oraz mogące ją podjąć w ciągu dwóch tygodni, eliminuje więc osoby nieaktywne i zatrudnione „na czarno”. Wg danych BAEL stopa bezrobocia w Q2 spadła do 6,2% z 7,0% w Q1 i była najniższa w historii. Liczba bezrobotnych spadła o 16,8% r/r, zatrudnienie zwiększyło się natomiast o 1,2% r/r. Stopa zatrudnienia, która mówi jaki odsetek osób powyżej 15 lat pracuje, wzrosła natomiast do najwyższego poziomu 52,7% z 52,1% w Q1. Od 2014r. stopa zatrudnienia systematycznie rośnie przy w miarę stabilnej i niskiej w porównaniu z innymi krajami stopie aktywności zawodowej, która w Q2 wyniosła 56,2%. Strukturalny problem niskiej aktywności zawodowej w polskiej gospodarce pozostaje więc nierozwiązany. Warto przy tym podkreślić, że niska aktywność zawodowa w Polsce dotyczy przede wszystkim kobiet, a wskaźniki dla mężczyzn nie odbiegają od średniej dla EU15. W Q2 2016r. pracowało lub poszukiwało pracy zaledwie 48,4% kobiet powyżej 15 lat oraz 64,7% mężczyzn. Problem ten prawdopodobnie pogłębi się w kolejnych kwartałach, za sprawą wprowadzenia od kwietnia br. programu dopłat 500 PLN na każde drugie i kolejne dziecko w rodzinie oraz na pierwsze dziecko w rodzinach mało zarabiających. Program ten wyraźnie zmniejszył zachęty finansowe do podejmowania pracy wśród rodziców. Z analiz ośrodka CenEA wynika, że w okresie kilku lat program może ograniczyć zatrudnienie wśród rodziców o około 235 tys. osób. Z zatrudnienia mogą zrezygnować głównie kobiety, osoby z niższym lub średnim wykształceniem oraz osoby mieszkające w małych miastach i na wsi. Może to pogłębić napięcia na lokalnym rynku pracy. Szczególnie w obecnej sytuacji, kiedy rynek pracy osiągnął w naszej ocenie równowagę, a kolejne spadki bezrobocia, w związku z trudnościami ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników, będą się przekładały na przyspieszenie wynagrodzeń. W lipcu przeciętne wynagrodzenie w sektorze

Makro i rynek

raport miesięczny

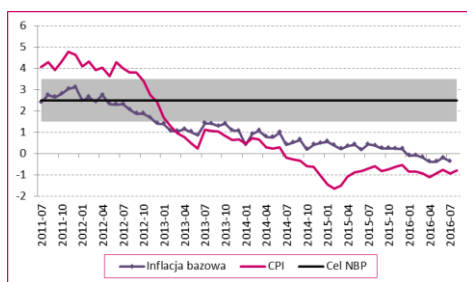
W polskiej gospodarce przedłuża się okres deflacji

przedsiębiorstw było nominalnie o 4,8% wyższe niż przed rokiem, po wzroście o 5,3% r/r w czerwcu, kiedy dane były zaburzone przez kumulację premii w przemyśle rafineryjnym. W związku z powyższym w kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego przyspieszenia nominalnego wzrostu wynagrodzeń, w lipcu powinno ono wynieść 4,9%. Rynek pracy pozostaje wsparciem dla konsumpcji, a fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w lipcu nominalnie o 8,1% r/r, realnie zaś aż o 9,2% r/r. Dynamika realnego funduszu płac znajduje się w ostatnich miesiącach na poziomie najwyższym do 2008r., kiedy notowano dwucyfrowe dynamiki wynagrodzeń.

W polskiej gospodarce przedłuża się okres deflacji. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych spadają już do 26 miesięcy, podczas gdy w lipcu już 45 miesięcy z rzędu spadały ceny produkcji.

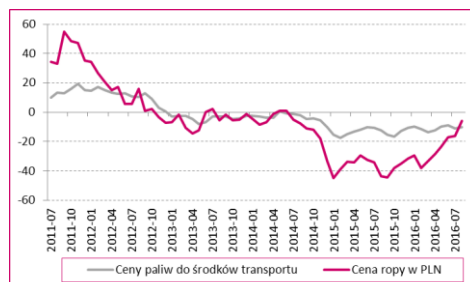
W lipcu spadki cen towarów i usług konsumpcyjnych pogłębiły się nieznacznie, do -0,9% r/r wobec -0,8% r/r w czerwcu. Głównym czynnikiem pogłębiającym deflację były dalsze spadki cen paliw. Dodatkowo, wprowadzenie nowej listy leków refundowanych przyczyniło się do spadku cen w kategorii zdrowie o 0,2% m/m. Brak presji cenowej w gospodarce widać także na poziomie inflacji bazowej, a wskaźnik po wyłączeniu cen żywności i energii spadł w lipcu do -0,4% r/r wobec -0,2% r/r w czerwcu. Proces wygasania deflacji jest powolny, jednak w kolejnych miesiącach, szczególnie od września, wzrost wskaźnika będzie wyraźny, głównie ze względu na efekt niskiej bazy statystycznej. Szacujemy, że dodatni CPI jest możliwy pod koniec roku.

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

Koniec deflacji po stronie producenta wydaje się bliski

Koniec deflacji po stronie producenta wydaje się bliski. W lipcu ceny produkcji sprzedanej przemysłu były o 0,4% niższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, po tym jak w czerwcu spadły o 0,8% r/r. W ciągu miesiąca ceny obniżyły się natomiast o 0,1%. W ujęciu rok do roku najsilniejszy spadek cen odnotowano w kategorii wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę (o 2,9% r/r), o 1,2% wzrosły natomiast ceny uzyskiwane przez producentów w kategorii dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami, a także rekultywacja. Szacujemy, że w sierpniu ceny w przemyśle obniżyły się o 0,2% r/r, byłby to drugi najniższy spadek cen w obecnym okresie deflacji. W kierunku wzrostu cen produkcji oddziałuje sytuacja na rynkach surowcowych, wzrost PPI będzie jednak ograniczany przez wysoką konkurencję na rynku. Sugeruje to m.in. wynik sierpniowego badania PMI. Średnie koszty produkcji wzrosły w sierpniu czwarty miesiąc z rzędu, w związku z wyższymi cenami metali i chemikaliów, natomiast ceny wyrobów gotowych spadły trzeci miesiąc z rzędu, co uzasadniano presją konkurencyjną.

POLITYKA PIENIĘŻNA

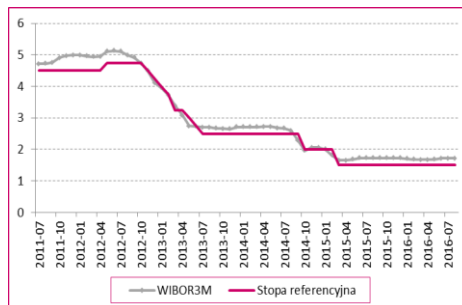
RPP nie zmieniła stóp we wrześniu

Wymowa komunikatu po posiedzeniu nie różni się od poprzednich, pomimo słabszych od oczekiwań danych z gospodarki za ostatnie dwa miesiące

Na posiedzeniu we wrześniu, Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Stopa referencyjna wynosi nadal 1,50%. Rada podtrzymała ocenę, że taki poziom stóp sprzyja utrzymaniu gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną, co jest odpowiednikiem neutralnego nastawienia.

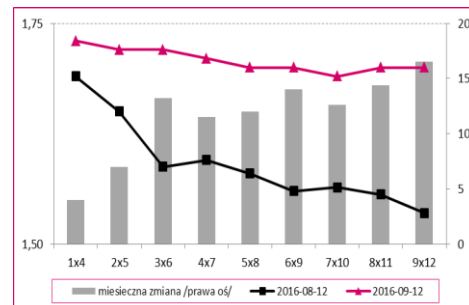
Wymowa komunikatu po posiedzeniu nie różni się od poprzednich, pomimo słabszych od oczekiwań danych z gospodarki za ostatnie dwa miesiące. RPP odnotowała jedynie nieznaczne przyspieszenie wzrostu w Q2 oraz spadek inwestycji, jednak słabe wyniki inwestycyjne wiąże głównie z okresem przejściowym po wykorzystaniu starej perspektywy finansowej UE. Podobnie jak w poprzednich miesiącach RPP nie widzi negatywnego wpływu deflacji na decyzje podmiotów gospodarczych. Rada spodziewa się, że deflacja wyhamuje, za sprawą czynników zewnętrznych oraz stabilnego wzrostu gospodarczego w warunkach przyspieszających płac i świadczeń socjalnych. RPP patrzy optymistycznie na inwestycje, które mają rosnąć za sprawą stopniowego zwiększania wykorzystania funduszy unijnych, dobrej sytuacji finansowej firm oraz rosnącego wykorzystania zdolności produkcyjnych. Źródła niepewności są w ocenie Rady wyłącznie zewnętrzne: globalna koniunktura i spadki cen surowców. Nie pojawia się już kwestia Brexitu. Obraz gospodarki przedstawiony w komunikacie po posiedzeniu we wrześniu jest bardziej optymistyczny niż konsensus rynkowy, jednak prezes Glapiński przyznał, że w 2016r. wzrost może wynieść 3,1-3,3%. Jastrzębią wymowa komunikatu była zaskoczeniem, w szczególności fakt, że RPP nie zauważa krajowych źródeł niepewności związanych ze spodziewanym ożywieniem inwestycji, a także nie odniosła się do rozczarowujących lipcowych danych z gospodarki. W naszej ocenie istnieje ryzyko, że RPP będzie musiała zrewidować swoją optymistyczną wizję gospodarki.

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

Jastrzębią wymowę komunikatu podkreśliły dodatkowo wypowiedzi Adama Glapińskiego

Podtrzymujemy nasz scenariusz, że Rada nie będzie zmieniała stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Jastrzębią wymowę komunikatu podkreśliły dodatkowo wypowiedzi Adama Glapińskiego podczas konferencji prasowej. Prezes przyznał, że nie spodziewa się obniżek stóp procentowych, powtórzył też argument, że ewentualne cięcie stóp nie miałoby wpływu na gospodarkę. Co więcej, Glapiński ma nadzieję, że pierwszym ruchem obecnej Rady będą podwyżki stóp. Prezes NBP wskazał ponadto, że cykl podwyżek mógłby się zacząć pod koniec 2017r. Pomimo, że przyjęte na posiedzeniu Założenia Polityki Pieniężnej na 2017r. nie różnią się od dotychczasowych, widać niską determinację Rady w realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% (+/- 1%). Lipcowa projekcja, którą początkowo członkowie RPP uznali za zbyt pesymistyczną, zakładała, że w 2017r. i 2018r. inflacja zbliży się zaledwie do dolnego ograniczenia pasma odchyleń od celu.

Marek Chrzanowski złożył rezygnację z funkcji członka RPP

Marek Chrzanowski, powołany 13 stycznia 2016r. przez Senat na członka RPP, złożył rezygnację. O rezygnacji, wg informacji NBP, zadecydowały sprawy osobiste. Senat zajmie się odwołaniem Chrzanowskiego najprawdopodobniej podczas posiedzenia Izby w dn. 21-22 września. Wybór jego następcy może się odbyć na posiedzeniu Senatu w dniach 19-20 października lub 3-4 listopada.

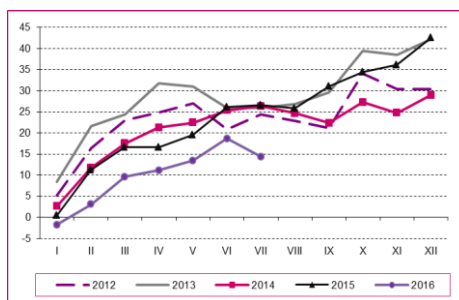
POLITYKA FISKALNA

Tegoroczny budżet w dobrej kondycji dzięki wpływom jednorazowym

Dane o wstępnym wykonaniu budżetu państwa potwierdziły wyraźną poprawę kondycji finansów publicznych w lipcu. Deficyt budżetowy po siedmiu miesiącach wyniósł 14,39 mld PLN, co oznacza, iż w samym lipcu zanotowano nadwyżkę w kwocie 4,3 mld PLN. To efekt gwałtownego wzrostu dochodów niepodatkowych w wyniku przekazania do budżetu wpłaty z zysku banku centralnego w kwocie 7,86 mld PLN. W rezultacie dochody niepodatkowe wyniosły po lipcu 30,6 mld PLN i były aż o 95% wyższe niż przed rokiem. Dochody podatkowe były zaś o 7,0% wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, zaś w samym lipcu ich dynamika wyhamowała do 4,7% r/r z 9,1% r/r w czerwcu. Najsilniej rosły wpływy z podatku PIT (+8,1% r/r po lipcu) czemu sprzyja poprawa na rynku pracy i wzrost dochodów. Wpływy z podatku VAT były w lipcu wyższe o 5,3% r/r, zaś dochody z podatku CIT spadły o 4,1% r/r. Wydatki natomiast były po lipcu o 6,8% wyższe niż przed rokiem.

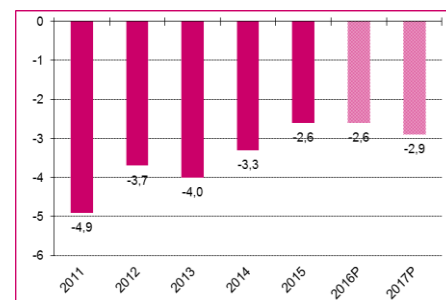
Wykonanie budżetu po lipcu potwierdza oczekiwania, iż w całym roku deficyt budżetu centralnego będzie niższy niż założone 54,7 mld PLN. Wyższe od wstępnego planu będą wpływy z podatku PIT. Zbliżone do planu mogą być natomiast wykonane dochody z podatku VAT i CIT. Przy znacznie wyższych dochodach niepodatkowych i dyscyplinie po stronie wydatków, całoroczny deficyt będzie w naszej ocenie wyraźnie niższy od planu.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

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



Źródło: Datastream, MinFin

Projekt przyszłorocznego budżetu optymistyczny, choć możliwy do zrealizowania

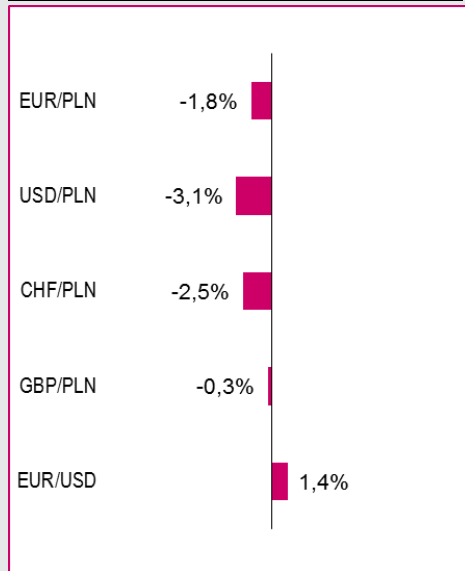
Przyjęty przez rząd projekt budżetu na rok 2017 oceniamy jako ambitny i oparty na zbyt optymistycznych założeniach makroekonomicznych, szczególnie w kontekście zakładanego na rok 2017 wzrostu gospodarczego 3,6% i średniorocznej inflacji 1,3%. Przekłada się to na optymistyczne założenia wpływów podatkowych, które w stosunku do planowanego wykonania w tym roku mają wzrosnąć o blisko 9% nominalnie, głównie ze względu na spodziewany wzrost wpływów z podatku VAT, czemu sprzyjać będzie rosnąca konsumpcja i poprawa ściągalności. W konsekwencji ich udział w PKB powinien wzrosnąć o ok. 0,4% PKB. Plan ambitny, niemniej takie wzrosty wpływów z podatku VAT zdarzały się w ostatnich latach. Słabszy od zakładanego w ustawie wzrost nie musi być silnym obciążeniem dla budżetu, ponieważ struktura wzrostu, który będzie napędzany głównie przez konsumpcję prywatną będzie pomagała realizacji dochodów, szczególnie podatkowych.

Założenie utrzymania deficytu sektora general government poniżej 3% PKB obarczone wysokim ryzykiem

Bardziej sceptyczni jesteśmy względem założeń utrzymania deficytu sektora general government poniżej 3% PKB. Planowany deficyt budżetu na poziomie 3% PKB oznaczałby konieczność zrównoważenia salda pozostałych elementów sektora finansów publicznych. Podsektor ubezpieczeń społecznych permanentnie generuje deficytu, stąd utrzymanie wyniku całego sektora poniżej 3% PKB musiałoby wiązać się z nadwyżką sektora samorządowego. Scenariusz ten wydaje się optymistyczny, szczególnie jeśli założymy, że w kolejnych kwartałach samorządy ruszą z inwestycjami infrastrukturalnymi, które były wstrzymywane w pierwszym półroczu tego roku. Alternatywnie, osiągnięcie zakładanego wyniku może oznaczać konieczność redukcji wydatków majątkowych, co negatywnie wpłynie na inwestycje i wzrost gospodarczy. Obniżenie wzrostu gospodarczego podniesie jednak relację deficytu do PKB. Utrzymanie deficytu poniżej 3% PKB obarczone jest zatem dużym ryzykiem.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

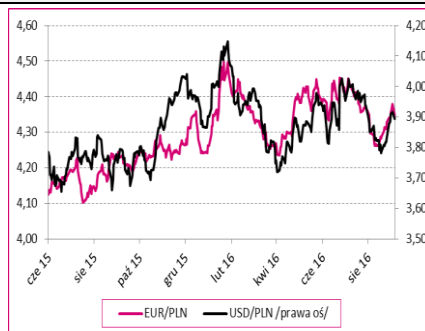
Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

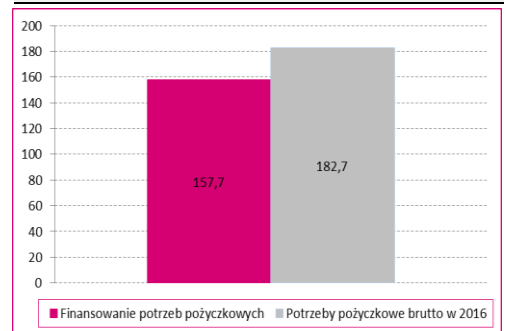
Po początkowym szoku na rynkach wywołanym wynikiem brytyjskiego referendum w sprawie wyjścia z Unii Europejskiej lipiec i sierpień były miesiącami wzrostu wartości złotego. Wsparcie dla polskiej waluty stanowiły przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w tym kolejna runda łagodzenia polityki pieniężnej przez największe banki centralne świata tj. Bank Anglii, czy Bank Japonii. Nie bez znaczenia było także oddalenie procesu normalizacji polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych. Poza czynnikami globalnymi źródłem aprecjacji były również czynniki lokalne. Złoty był jednym z beneficjentów zawirowań politycznych w Turcji, gdzie nieudany zamach stanu skutkował gwałtowną realokacją kapitału w ramach koszyka emerging markets. Na początku sierpnia natomiast wsparciem był czynnik krajowy w postaci łagodniejszego w stosunku do pierwotnej wersji projektu tzw. „ustawy frankowej” oddalający ryzyko turbulencji na krajowym rynku finansowym poprzez zmniejszenie potencjalnych kosztów dla sektora bankowego. W ostatnich tygodniach argumentów do umocnienia złotego nie brakowało, stąd nie dziwi dynamiczny spadek notowań pary EUR/PLN z poziomu 4,5385 pod koniec czerwca tj. tuż po zwycięstwie w referendum zwolenników Brexitu do 4,2529 w połowie sierpnia, gdy rynek optymistycznie przyjął modyfikację projektu dotyczącego konwersji walutowych kredytów hipotecznych.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 15 Realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych [mld PLN]



Źródło: Reuters

Bilans szans i zagrożeń dla polskiej waluty w nadchodzących tygodniach uznajemy za asymetryczny

Bilans szans i zagrożeń dla polskiej waluty w nadchodzących tygodniach uznajemy za asymetryczny. Po tym jak w sierpniu - złagodzony w stosunku do pierwotnej wersji - projekt ustawy dotyczącej konwersji walutowych kredytów hipotecznych stanowił czynnik pozytywnie wyróżniający złotego na tle walut regionu obecnie trudno znaleźć argumenty przemawiające za aprecjacją polskiej waluty. W szczególności, iż na horyzoncie dostrzegamy kilka czynników mogących skutkować zwiększeniem notowań pary EUR/PLN. Podstawowym zagrożeniem dla wyceny walut emerging markets jest coraz bardziej prawdopodobna normalizacja polityki pieniężnej w USA w tym roku. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli Fed - w tym prezes J.Yellen oraz wiceprezesa S.Fishera - nasiliły oczekiwania na pierwszą w tym roku podwyżkę kosztu pieniądza. Mimo, iż wsparcie dla sentymentu w Europie stanowi łagodna polityka pieniężna w strefie euro, czy Wielkiej Brytanii, to cieniem na wartości złotego kłaść się będą czynniki krajowe. Rekordowy nominalny deficyt budżetowy i wysokie potrzeby pożyczkowe w głównej mierze oddziaływać będą na wycenę krajowego długu, a groźba zejścia ze ścieżki konsolidacji fiskalnej tworzyć będzie ryzyko cięcia ratingu. W szczególności, iż negatywnie na wiarygodność kredytową oddziaływać będzie dalsza eskalacja konfliktu wokół Trybunału Konstytucyjnego. Nie bez znaczenia będą także prawdopodobnie słabsze w stosunku do początkowych oczekiwań dane z krajowej gospodarki, które wbrew stanowisku prezesa NBP mogą spotkać się z determinacją części członków Rady Polityki Pieniężnej do obniżek stóp procentowych. Mimo, iż nasz scenariusz bazowy zakłada stabilizację kosztu pieniądza w Polsce w najbliższych kwartalach, to rynek pod wpływem wymienionych wcześniej czynników może dyskontować ich obniżkę. Uważamy zatem, iż koniec trzeciego kwartału może przynieść umiarkowane osłabienie polskiej waluty, które - ze względu na negatywne czynniki krajowe - może być silniejsze niż wśród pozostałych walut regionu. W naszej ocenie na koniec trzeciego kwartału kurs EUR/PLN wyniesie 4,37, a na koniec roku obniży się do 4,30.

W sierpniu nastąpił wzrost zaangażowania nierezydentów w obligacje średnio i długoterminowe

Przejściowo rynek wycenił powrót RPP do obniżek stóp procentowych

Ministerstwo Finansów zadebiutowało przetargiem długu na rynku chińskim

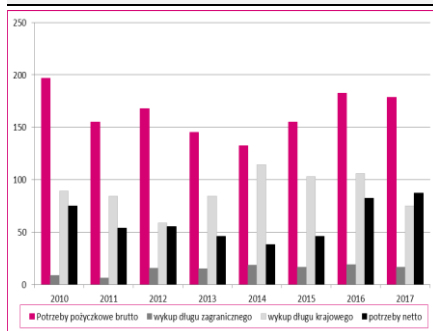
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Miesiące letnie na krajowym rynku długu to dominacja czynników zewnętrznych. Powiększenie globalnej nadpłynności pieniądza poprzez wzrost wartości programów skupu aktywów w Wielkiej Brytanii i Japonii znalazło odzwierciedlenie także na polskim rynku długu. Napływ kapitału zagranicznego poszukującego jakiegokolwiek rentowności w obliczu ujemnych dochodowości długu państw rozwiniętych skutkowało spadkiem rentowności krajowych 10-latek z 3,00% na koniec drugiego kwartału do 2,62% w połowie sierpnia. Napływ kapitału zagranicznego na polski rynek długu w sierpniu potwierdziło Ministerstwo Finansów. W ocenie resortu wzrost zaangażowania nierezydentów nastąpił w obligacjach średnio i długoterminowych przy jednoczesnej redukcji portfela krótkoterminowych papierów. W przypadku inwestorów zagranicznych dane za lipiec zostały natomiast zaburzone wykupem obligacji zapadających 25 lipca o wartości 2,2 mld PLN.

Co ciekawe w miesiącach letnich spadki dochodowości nie ominęły także krótkiego końca krzywej, dla którego najistotniejsze są perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Te natomiast - pod wpływem wypowiedzi części członków Rady Polityki Pieniężnej - uległy modyfikacji. Rynek zaczął bowiem wyceniać scenariusz obniżek stóp procentowych, co potwierdzały także notowania kontraktów FRA. Sytuację odwróciły jednak wypowiedzi prezesa NBP oraz pozostałych bankierów centralnych, którzy opowiedzieli się za stabilizacją kosztu pieniądza w kolejnych miesiącach.

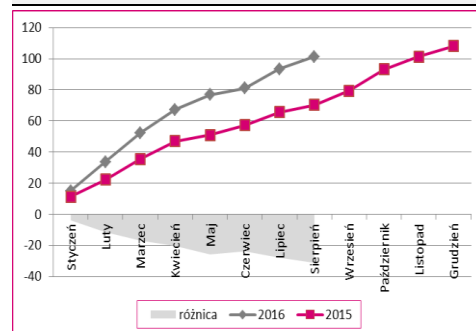
Ważnym wydarzeniem na rynku długu była emisja przez Ministerstwo Finansów obligacji na rynku chińskim tzw. obligacji Panda. Pod koniec sierpnia resort dokonał wyceny 3-letnich obligacji Skarbu Państwa nominowanych w juanach chińskich o wartości nominalnej 3 mld juanów - tj. około 1,8 mld PLN - i terminie zapadalności 26 sierpnia 2019 r. Rentowność obligacji wyniosła 3,4% w skali roku. Jednocześnie zawarta została zabezpieczająca transakcja swapowa, w której dokonano wymiany pozyskanych środków na euro oraz zabezpieczono przyszłe przepływy związane z obsługą i wykupem obligacji. Ostateczna rentowność emisji po przeswapowaniu na euro ukształtowała się na poziomie -0,173% w skali roku. Emisja spotkała się z ogromnym zainteresowaniem inwestorów, a popyt dwukrotnie przekroczył kwotę wyemitowanych obligacji. Obligacje uplasowano wśród chińskich inwestorów instytucjonalnych. Zdaniem P.Nowaka z MinFin do kolejnej emisji mogłoby dojść do końca 2016 roku lub w 2017 roku, a uzależnione to będzie od sytuacji rynkowej. Wartość emisji ponownie wyniosłaby 3 mld juanów.

Wykres 16 Potrzeby pożyczkowe w poszczególnych latach [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wykres 17 Wartość emisji długu przez MinFin [mld PLN, narastająco]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Podtrzymujemy swoje negatywne nastawienie do wyceny krajowego długu o 10-letnim horyzoncie zapadalności

Podtrzymujemy swoje negatywne nastawienie do wyceny krajowego długu o 10-letnim horyzoncie zapadalności. W naszej ocenie dotychczasowy napływ kapitału zagranicznego na polski rynek wyhamuje w następstwie narastających ryzyk krajowych. Uważamy, iż podstawowym źródłem spadku wartości długu będzie konieczność finansowania wysokich przyszłorocznych potrzeb. Zgodnie z uzasadnieniem do projektu ustawy budżetowej na 2017 rok potrzeby pożyczkowe netto kształtują się na poziomie ponad 79 mld PLN wobec 64,72 mld PLN w tym roku, a planowany poziom potrzeb pożyczkowych brutto (suma potrzeb netto oraz przypadającego do wykupu długu przy przyjętych założeniach odnośnie sprzedaży

Oczekujemy wzrostu spreadu polskiej 10-latki do Bunda oraz wystromienia krajowej krzywej

Opóźnienie w implementacji podwyżek stóp procentowych w USA skutkowało wzrostem kursu EUR/USD

Oczekujemy, iż do normalizacji polityki pieniężnej w USA dojdzie dopiero w grudniu

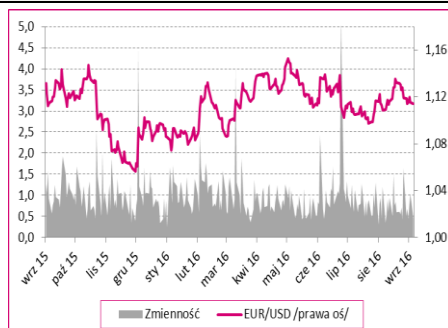
bonów skarbowych w 2016 r.) wynosi 178,49 mld PLN wobec 174,30 mld PLN w 2016. Fakt, iż niespełna 20% potrzeb tegorocznych pozostaje niezrealizowanych oraz chęć prefinansowania potrzeb przewidzianych na 2017 rok (zazwyczaj resort finansów ¼ potrzeb prefinansował rok wcześniej) sprawia, iż w najbliższych miesiącach Ministerstwo Finansów zmuszone będzie do większej aktywności przetargowej, co w konsekwencji przełożyć się może na niższe ceny. Poza nowymi emisjami spodziewamy się także większej ilości przetargów zamiany i to jeszcze w tym roku. Już w styczniu 2017 roku Ministerstwo Finansów musi bowiem wykupić dług o wartości ponad 19 mld PLN, a w marcu euroobligacje o wartości 2 mld EUR. Wzmoczonej aktywności spodziewamy się także na rynkach zagranicznych. Uważamy, iż wzrostowi rentowności w nadchodzących miesiącach sprzyjać będzie ponadto wciąż prawdopodobna obniżka ratingu Polski przez agencję Moody's, która we wrześniu nie dokonała przeglądu oceny wiarygodności kredytowej kraju.

W naszej ocenie rentowność polskich 10-latek wzrośnie na koniec roku powyżej poziomu 3,00%. Mniejszy w stosunku do naszych wcześniejszych prognoz wzrost dochodowości wynika z wymuszonego Brexitem, złagodzenia polityki pieniężnej na świecie, którego beneficjentem raz jeszcze okazały się rynki wschodzące, w tym Polska. Z kolei zwyżka rentowności długoterminowego długu przy spodziewanej przez nas stabilizacji notowań papierów 2-letnich doprowadzi do wystromienia krzywej SPW. Oczekujemy także wzrostu spreadu polskiej 10-latki do Bunda, którego wycena niezmiennie wspierana będzie zakupami ze strony Europejskiego Banku Centralnego w ramach programu skupu aktywów.

RYNKI ZAGRANICZNE

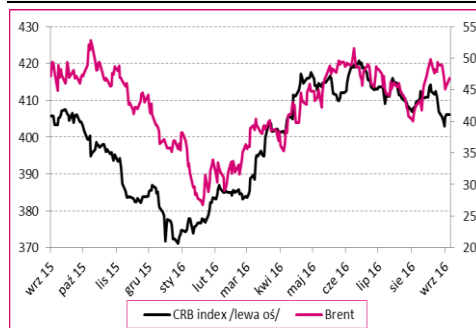
Lipiec w notowaniach eurodolara w większości był czasem wzrostu wartości amerykańskiej waluty w odpowiedzi na globalną niepewność wywołaną zwycięstwem w referendum zwolenników wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Dopiero pod koniec omawianego okresu rynek w większym stopniu niż na wroście awersji do ryzyka i ucieczce do bardziej bezpiecznych aktywów zaczął koncentrować się na malejących szansach na normalizację polityki pieniężnej w USA. Kolejne opóźnienie w implementacji podwyżek stóp procentowych przez Fed wiązało się ze wzrostem kursu EUR/USD, w szczególności, iż Europejski Bank Centralny powstrzymał się w lipcu od dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, czym umocnił euro. W rezultacie w drugiej połowie sierpnia eurodolar dotarł do 1,1350 tj. poziomu sprzed referendum w sprawie Brexitu. Tu jednak oczekiwania, co do polityki pieniężnej w USA raz jeszcze uległy modyfikacji. Tym razem seria jastrzębich wypowiedzi przedstawicieli Rezerwy Federalnej - z prezes J.Yellen i wiceprezesem S.Fisherem na czele - zadecydowały o przerwaniu wzrostowej serii eurodolara i zniżce do poziomu 1,11.

Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań



Źródło: Reuters

Wykres 19 Notowania ropy Brent oraz indeksu CRB



Źródło: Reuters

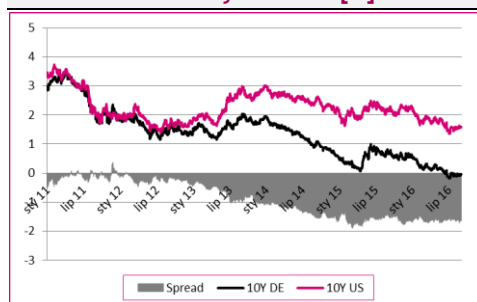
Mimo rosnących oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych podczas wrześniowego posiedzenia Rezerwy Federalnej oczekujemy, iż do normalizacji polityki pieniężnej w USA dojdzie dopiero w grudniu. W naszej ocenie spotka się to z rozczarowaniem inwestorów, a tym samym przejściową korektą w spadkowym trendzie eurodolara. Zakres korekty będzie jednak ograniczony, gdyż nadal obowiązującym scenariuszem pozostanie podwyżka kosztu pieniądza podczas grudniowego posiedzenia. Podsumowując krótkoterminowe perspektywy wartości amerykańskiej waluty prezentują się w naszej ocenie umiarkowanie niekorzystnie. W średnim terminie

natomiast dolar ma podstawy, aby systematycznie zyskiwać na wartości względem euro. Tym bardziej, iż uważamy, że kontynuacja procesu normalizacji polityki pieniężnej w 2017 roku będzie postępowata sprawniej niż wciąż wątpliwe podwyżki kosztu pieniądza w roku bieżącym. Obecnie dostrzegamy jeden zasadniczy czynnik ryzyka dla wartości amerykańskiej waluty. Jest to ryzyko polityczne związane z wyborami prezydenckimi, jakie w listopadzie odbędą się w Stanach Zjednoczonych. Szanse na wybór D.Trumpa, którego wybór mógłby czasowo zachwiać rynkami finansowymi są obecnie niewielkie, choć ostatnio rosną.

Łagodzenie polityki pieniężnej na świecie

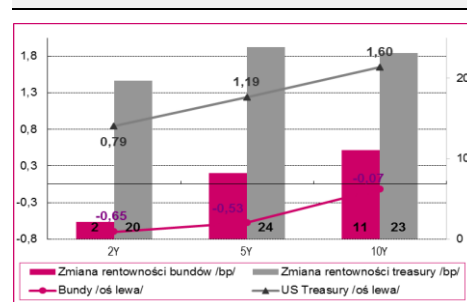
Miesiące letnie były czasem rewizji dotychczasowej polityki niektórych największych banków centralnych. Bank Anglii obniżył w sierpniu stopę procentową o 25 bps do 0,25% tj. do poziomu rekordowo niskiego w 322-letniej historii banku. Bankierzy centralni zdecydowali ponadto o zwiększeniu o 60 mld GBP programu skupu aktywów oraz uruchomieniu dodatkowego programu Term Funding Scheme, który przez cztery lata ma zapewnić płynność bankom komercyjnym ze stopą procentową zbliżoną do podstawowej stopy BoE. Wszystko po to, by przeciwdziałać potencjalnym negatywnym skutkom decyzji o Brexicie. Prezes M.Carney podkreślił również, że Bank Anglii zrobi wszystko, co konieczne, by utrzymać stabilność monetarną i finansową Wlk. Brytanii, ale wyklucza wprowadzenie ujemnych stóp procentowych. Z kolei pod koniec lipca Bank Japonii zapowiedział wzrost zakupów funduszy ETF z 3,3 bilionów jenów rocznie do 6 bilionów oraz podwojenie programu pożyczkowego do ok. 24 miliardów dol. (tj. ok. 2,5 trylionów jenów). Do tego dojdzie jeszcze np. pożyczanie japońskich obligacji skarbowych instytucjom finansowym. Rząd zamierza ponadto skupować papiery funduszy inwestycyjnych inwestujących w nieruchomości. W wywiadzie pod koniec sierpnia natomiast prezes BoJ nie wykluczył pogłębienia ujemnych poziomów stóp procentowych, które obowiązują od lutego. W sierpniu stopę kasową o 25 pb do 1,50% obniżył Bank Rezerwy Australii. Wszystkie te wydarzenia wiązały się z perturbacjami na tamtejszych rynkach walutowych.

Wykres 20 Notowania 10-latek niemieckich i amerykańskich [%]



Źródło: Reuters

Wykres 21 2-miesięczna zmiana rentowności Bundów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Wycena niemieckiego długu w ostatnich dwóch miesiącach była niezwykle stabilna

Wycena niemieckiego długu w ostatnich dwóch miesiącach była niezwykle stabilna. Dochodowość Bunda przez zdecydowaną większość omawianego okresu zawierała się w wąskim przedziale od -0,13% do 0,00%. Stabilności notowań sprzyjał między innymi wynik lipcowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, które zakończyło się brakiem nowych działań i jedynie sugestią możliwego dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. Odmiennie zachowywały się natomiast notowania amerykańskiego długu, w szczególności o krótkim terminie zapadalności, który systematycznie zyskiwał na wartości. Była to reakcja na rosnące - w ocenie inwestorów - szanse na kontynuację normalizacji polityki pieniężnej w tym roku. Swoją wiarę w zbliżającą się podwyżkę stóp procentowych rynek w dominującym stopniu opierał na poprawiającej się sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Mimo, iż pod koniec lipca dane dotyczące tempa wzrostu PKB w USA w drugim kwartale nieco zmniejszyły prawdopodobieństwo podwyżki kosztu pieniądza, to w kolejnym miesiącu seria

Krzywa brytyjska ustanowiła historyczne minima w reakcji na referendum

W krótkim terminie oczekivalibyśmy przejściowego spadku dochodowości amerykańskiego długu

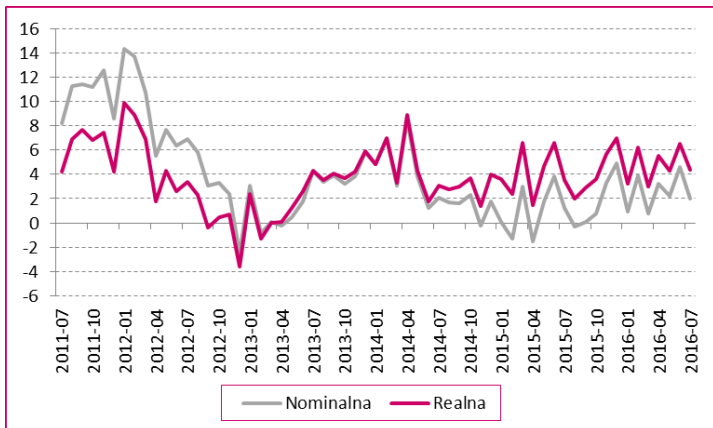
jastrzębich wypowiedzi przedstawicieli Fed ponownie nasiliła oczekiwania na zacieśnianie polityki monetarnej. Z tego powodu dochodowość amerykańskiej 2-latki zawróciła z ustanowionego w lipcu najniższego poziomu od dziewięciu miesięcy tj. 0,56%, by na koniec sierpnia zwyżkować aż o 29 bps. W tym czasie niewiele mniej, bo o 27 bps do 1,63% wzrosła natomiast rentowność amerykańskiej 10-latki.

Komentując zmiany na rynkach długu rozwiniętych państw w lipcu i sierpniu warto podkreślić wyznaczenie przez krzywą brytyjską historycznych minimów rentowności. W przypadku 10-letniego tenoru długu Wielkiej Brytanii oznaczało to spadek do poziomu 0,52%, choć zaledwie dwa miesiące wcześniej tj. tuż przed referendum w sprawie Brexitu dochodowość tego papieru była aż o 90 bps wyższa. Wpływ na tak dynamiczny spadek rentowności papierów dłużnych Wielkiej Brytanii miała decyzja Banku Anglii o obniżce stóp procentowych do rekordowo niskiego w 322-letniej historii banku poziomu 0,25% jako reakcja na potencjalne negatywne skutki opuszczenia Unii Europejskiej.

Mimo, iż w naszej ocenie nie dojdzie do podwyżki stóp procentowych w USA we wrześniu, to takiego ruchu spodziewamy się podczas posiedzenia Fed w grudniu - o ile wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych w listopadzie nie zakończą się zwycięstwem kandydata Republikanów. Z tego powodu w krótkim terminie oczekivalibyśmy przejściowego spadku dochodowości amerykańskiego długu w reakcji na zawiedzione nadzieje części rynku spodziewającej się podwyżki stóp procentowych we wrześniu. Czwarty kwartał tego roku powinien być już jednak okresem systematycznego wzrostu rentowności. Poza prawdopodobnym wzrostem stóp procentowych na koniec 2016 roku uważamy ponadto, iż przyszły rok przyniesie sprawniejsze tempo zacieśniania polityki monetarnej w USA niż obecnie, co przełoży się na zwiększenie dynamiki wzrostów rentowności amerykańskiego długu. Będzie to kontrastować z perspektywami notowań obligacji krajów strefy euro. Łagodna polityka pieniężna prowadzona przez Europejski Bank Centralny - w tym program skupu aktywów - sprzyjać będzie utrzymywaniu rentowności na niskich poziomach. Na posiedzeniu we wrześniu nie dyskutowano nad przedłużeniem planu skupu aktywów o kolejne miesiące bank, a kilka dni po posiedzeniu, Ilmars Rimsevics, członek Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego powiedział, że komitet zajmujący się przeglądem polityki monetarnej ECB będzie działać do grudnia i dopiero wtedy będzie wiadomo, czy zmiany polityki są potrzebna, oraz czy jej składowe będą modyfikowane.

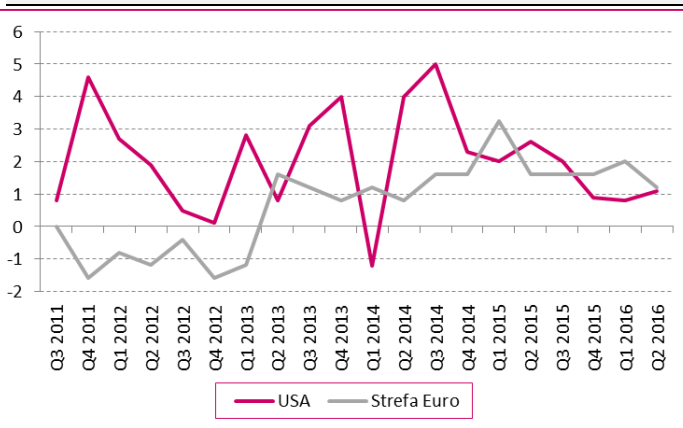
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



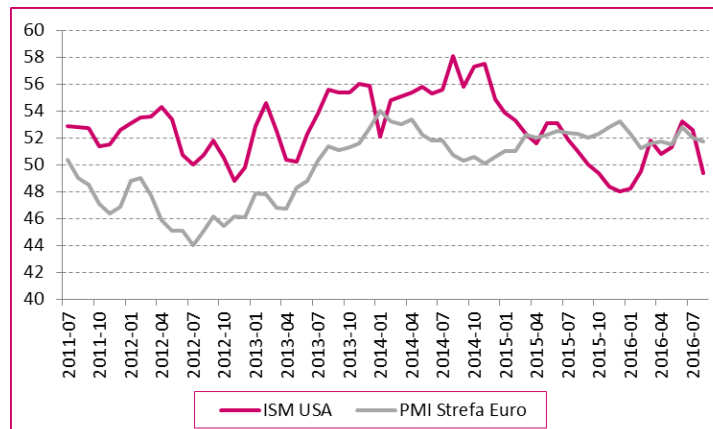
Źródło: Datastream

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



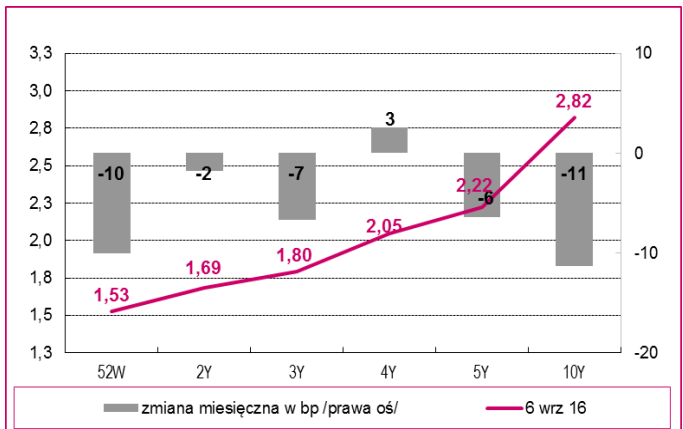
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



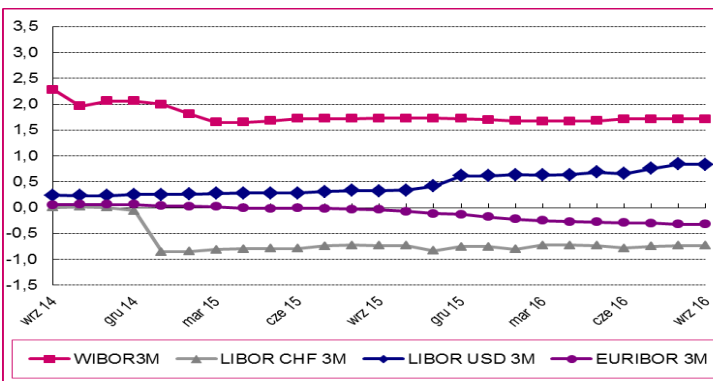
Źródło: Datastream

Wykres 25 Rentowności polskich SPW [%]



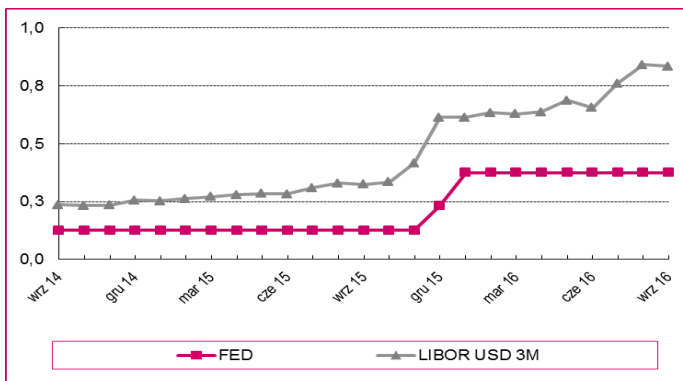
Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

Wykres 27 Notowania LIBOR USD 3M i Fed fund rate [%]



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5
Inflacja bazowa (% r/r)	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,4	-0,2	0,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,8	9,8
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	5,1	3,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	7,0	3,2	6,2	3,0	5,5	4,3	6,5	4,4	5,6	6,0
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-573	771	-529	54	563	624	-203	140	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	-0,7	6,4	-2,0	-	-
Import (EUR, % r/r)	3,8	0,6	7,7	1,1	0,3	0,4	2,4	-8,0	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,9	4,6
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,2	3,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,8	8,6	8,5	8,5
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)	1,65	1,60	1,56	1,56	1,57	1,59	1,65	1,65	1,65	1,65
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,70	1,68	1,67	1,67	1,68	1,71	1,71	1,71	1,71
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,58	1,54	1,46	1,45	1,52	1,61	1,66	1,64	1,64	1,75
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,23	2,39	2,22	2,20	2,28	2,32	2,24	2,29	2,15	2,35
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,95	3,16	2,95	2,84	3,09	3,11	2,91	2,88	2,77	2,95
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,37
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,90
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,09	1,08	1,09	1,14	1,15	1,11	1,11	1,12	1,12	1,12

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB (mld PLN)	1372,2	1445,1	1566,6	1629,0	1656,3	1719,1	1789,7	1850,7
PKB (wzrost realny, %)	2,8	3,6	5	1,6	1,3	3,3	3,6	3,2
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	-0,2	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	3,4
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,5	2,6	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,6
Inwestycje (wzrost realny, %)	-2,7	0	8,8	-1,8	-1,1	10	5,8	0,0
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,8	8,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,3	-0,2
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	2,6	1,6	3,1	1,4	1,1	0,5	0,2	-0,1
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,6
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	1,72
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

Wrzesień / Październik

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 PL: CPI	13 GE: CPI, ZEW EZ: zatrudnienie PL: rachunek obrotów bieżących, inflacja bazowa	14 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA PL: podaż pieniądza M3	15 EZ: bilans handlowy, CPI, inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna, liczba nowych bezrobotnych, PPI	16 PL: płace, zatrudnienie US: CPI, inflacja bazowa, indeks uniwersytetu Michigan
19 PL: produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna	20 GE: PPI US: liczba pozwoleń na budowę, liczba nowych budów	21 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, decyzja w sprawie stóp procentowych	22 PL: opis posiedzenia banku centralnego, stopa bezrobocia US: liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż domów na rynku wtórnym	23 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach US: wstępny PMI w przemyśle
26 GE: IFO	27 EZ: podaż pieniądza M3 US: wstępny PMI w usługach, indeks CaseShiller GE: sprzedaż detaliczna	28 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, zamówienia na dobra trwałe	29 GE: stopa bezrobocia, CPI US: liczba nowych bezrobotnych, PKB, sprzedaż domów na rynku wtórnym	30 EZ: stopa bezrobocia, szacunek inflacji, inflacja bazowa US: dochody i wydatki gospodarstw domowych, inflacja bazowa PCE, indeks uniwersytetu Michigan
03 PL: indeks PMI w przemyśle GE: indeks PMI w przemyśle EZ: indeks PMI w przemyśle US: PMI i ISM w przemyśle	04 EZ: PPI	05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP, bilans handlowy, zamówienia na dobra trwałe użytku PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	06 GE: zamówienia fabryczne US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych	07 PL: stan rezerw NBP, stopa bezrobocia
10 GE: bilans handlowy EZ: indeks Sentix	11 GE: ZEW PL: CPI	12 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, opis posiedzenia banku centralnego PL: inflacja bazowa	13 GE: CPI US: liczba nowych bezrobotnych	14 PL: podaż pieniądza M3, bilans handlowy

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.