

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

12 maja 2017

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

- Miesięczne dane z gospodarki za marzec, wspierane przez czynniki statystyczne, potwierdziły pozytywny obraz koniunktury w polskiej gospodarce. W całym Q1 produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 3,9% r/r, co sugeruje że już w pierwszych trzech miesiącach roku mogliśmy mieć do czynienia ze wzrostem inwestycji w ujęciu rok do roku. Nasza prognoza na Q1 zakłada wzrost nakładów brutto na środki trwałe o 2,7% r/r, po tym jak spadły one o 9,8% r/r w Q4. Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja, która w Q1 2017r. mogła zwiększyć się w ujęciu realnym o 4,6% r/r po wzroście o 4,5% r/r w Q4. Szacujemy, że w Q1 2017r. wzrost gospodarczy przyspieszył do 3,9% r/r wobec 2,5% r/r w Q4 2016r. Rewizja rachunków narodowych pokazuje, że ożywienie w gospodarce przesunęło się w czasie i nie miało miejsca w Q4 ale na przełomie roku, jednak przyspieszenie wzrostu jest w naszej ocenie nieuniknione i widać wiele oznak ożywienia inwestycji.
- Warunki na rynku pracy systematycznie poprawiają się, a stopa bezrobocia spada, pomimo osiągnięcia rekordowo niskiego poziomu. Wg szacunków Ministerstwa, Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej, stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w kwietniu do 7,7% z 8,1% w marcu i była najniższa od maja 1991r. oraz o 1,7 pkt. proc. niższa niż przed rokiem. Stopa bezrobocia po odsezonowaniu spadła nieco słabiej niż w poprzednich miesiącach, o 0,1 pkt. proc. do rekordowo niskiego poziomu 7,5%. Nasilają się problemy ze znalezieniem pracowników. W przetwórstwie przemysłowym odsetek przedsiębiorstw wskazujących, że brak pracowników jest dla nich barierą rozwojową jest najwyższy w historii, podobna jest sytuacja w handlu. W mniejszym stopniu problemy widoczne są w budownictwie. We wszystkich przypadkach widać wzrost napięcia występowania tej bariery rozwoju w ostatnich dwóch latach, co sugeruje możliwość pojawienia się presji płacowej.
- W Aktualizacji Planu Konwergencji 2017 założony został spadek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do 1,2% PKB w roku 2020, choć w samym 2017 roku oczekiwany jest jego wzrost do 2,9% PKB. Wynik ten utrzymany zostanie pomimo spodziewanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, a na relatywnie wysokim poziomie utrzyma się także deficyt strukturalny sektora finansów publicznych, który w roku 2017 wyniesie 2,9% PKB, zaś do roku 2020 spadnie do 1,2% PKB. Oznacza to, że będzie utrzymywała się presja na wzrost długu publicznego, który w tym roku wyniesie 55,3% PKB (wg ESA2010).
- Początek kwietnia to kontynuacja pozytywnej postawy złotego z pierwszego kwartału. W odniesieniu do ubiegłego miesiąca oznaczało to stabilizację kursu EUR/PLN na poziomie 4,20 tj. najniższym od 2015 roku, a w przypadku pary USD/PLN spadek do półrocznego minimum 3,85. Warto zauważyć, iż w tym czasie pozostałe waluty regionu w większości traciły na wartości.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY.....2

POLITYKA PIENIĘŻNA6

POLITYKA FISKALNA.....7

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY8

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...9

RYNKI ZAGRANICZNE..... 10

PRZEGLĄD DANYCH 12

DANE I PROGNOZY 13

KALENDARIUM 14

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,75%-1,00%	13-14 cze	1,00%-1,25%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	15 cze	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	8 cze	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	16-17 maj	1,50%

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

Makro i rynek

raport miesięczny

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Miesięczne dane z gospodarki za marzec, wspierane przez czynniki statystyczne, potwierdziły pozytywny obraz koniunktury w polskiej gospodarce

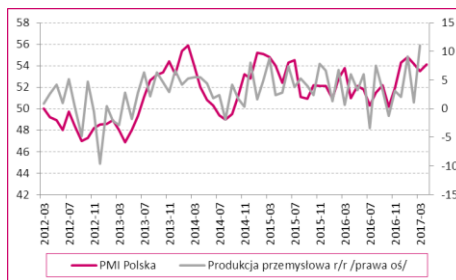
Już w pierwszym kwartale mogliśmy mieć do czynienia ze wzrostem inwestycji w ujęciu rok do roku

Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja

Miesięczne dane z gospodarki za marzec, wspierane przez czynniki statystyczne, potwierdziły pozytywny obraz koniunktury w polskiej gospodarce. W marcu 2017r., kiedy liczba dni roboczych była o jeden większa niż przed rokiem, produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 11,1% r/r po wzroście o 1,2% r/r w lutym. Jednak nawet po odsezonowaniu produkcja wyraźnie przyspieszyła, do 8,1% r/r z 4,8% r/r miesiąc wcześniej. Ożywienie w gospodarce jest szerokie, a wzrost w ujęciu rok do roku dotyczył 29 z 34 działów przemysłu. Pozytywne tendencje utrzymały się zapewne w kwietniu, kiedy indeks PMI przyspieszył do 54,1 pkt. z 53,5 pkt., a produkcja przemysłowa, ograniczana przez czynnik kalendarzowy, wyhamowała wg naszego szacunku do 1,1% r/r. Wsparciem dla gospodarki jest solidny popyt zagraniczny oraz krajowy. W szczególności popyt inwestycyjny, a na wyraźną poprawę inwestycji wskazują dane o produkcji budowlano-montażowej. Była ona w marcu o imponujące 17,2% wyższa niż w marcu 2016r., po spadku o 5,6% r/r w lutym, a odnotowana dynamika była najwyższa od marca 2014r. Wzrost zrealizowanych robót budowlanych odnotowano w podobnej skali we wszystkich działach budownictwa, co pokazuje, że dwuletni kryzys w branży dobiegł końca.

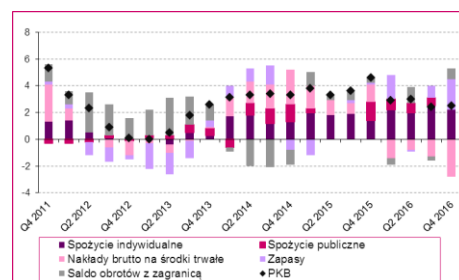
W całym Q1 produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 3,9% r/r, co sugeruje że już w pierwszych trzech miesiącach roku mogliśmy mieć do czynienia ze wzrostem inwestycji w ujęciu rok do roku. Podobny obraz wyłania się z danych o wykorzystaniu funduszy unijnych, które po wyraźnym przyspieszeniu w listopadzie, na początku b.r. było wciąż znacznie wyższe niż rok wcześniej, kiedy nowa perspektywa finansowa dopiero się „rozkręcała”. Przyspieszenie wykorzystania środków unijnych, głównie Programu Infrastruktura i Środowisko oraz programów regionalnych, oznacza wzrost inwestycji finansowanych ze środków publicznych, podczas gdy inwestycje przedsiębiorstw były zapewne jeszcze stłumione. Nasza prognoza na Q1 zakłada wzrost nakładów brutto na środki trwałe o 2,7% r/r, po tym jak spadły one o 9,8% r/r w Q4. GUS zrewidował w ostatnim miesiącu rachunki narodowe, za ostatnie dwa lata, pogłębiając spadek inwestycji w całym ubiegłym roku do 7,9% r/r, z 6,5% podawanych poprzednio. Rewizje były konsekwencją uwzględnienia nowych danych dla sektora publicznego. Pogłębienie spadku inwestycji w Q4 (wobec wyhamowania spadków sugerowanego przez wcześniejsze szacunki) wynikało z niższych nakładów instytucji samorządowych i niższych niż wcześniej podało MON wydatków militarnych.

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



Źródło: Datastream

Wykres 2 Struktura wzrostu gospodarczego [% r/r]



Źródło: Datastream

Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja. Wg zrewidowanych danych GUS, w ubiegłym roku wzrosła ona o 3,8%, wobec 3,6% szacowanych poprzednio. Szacujemy, że w Q1 2017r. mogła ona zwiększyć się w ujęciu realnym o 4,6% r/r po wzroście o 4,5% r/r w Q4. Wskazują na to bardzo dobre miesięczne dane o sprzedaży detalicznej. W marcu jej realna dynamika wyniosła 7,9% r/r wobec 5,2% r/r miesiąc wcześniej, a poprawa nastąpiła pomimo negatywnego czynnika kalendarzowego związanego z układem Świąt Wielkanocnych, odzwierciedlonego w spadku sprzedaży żywności. W całym Q1 realna sprzedaż rosła średnio o 7,5% r/r wobec 6,0% r/r w Q4 2016r. Konsumpcja jest wspierana przez rosnące płace oraz wypłatę świadczeń z programu Rodzina 500+. Dobra sytuacja dochodowa i niskie bezrobocie przekładają się na rekordowo dobre nastroje konsumentów. W kwietniu Bieżący Wskaźnik Ufności Konsumentów wyniósł -0,8 pkt., był najwyższy w historii i tylko nieznacznie niższy od

Makro i rynek

raport miesięczny

Szacujemy, że w Q1 2017r. wzrost gospodarczy przyspieszył do 3,9% r/r wobec 2,5% r/r w Q4 2016r.

W lutym, rachunek bieżący bilansu płatniczego wykazał deficyt 860 mln EUR, po rekordowej nadwyżce 2,576 mld EUR w styczniu

Kolejne miesiące mogą w naszej ocenie przynieść pewne, procykliczne pogorszenie salda wymiany towarowej

W lutym saldo rachunku bieżącego w ujęciu płynnego roku było dodatnie, równie 1,9 mld PLN, czyli ok 0,1% PKB

Warunki na rynku pracy systematycznie poprawiają się, a stopa bezrobocia spada, pomimo osiągnięcia rekordowo niskiego poziomu

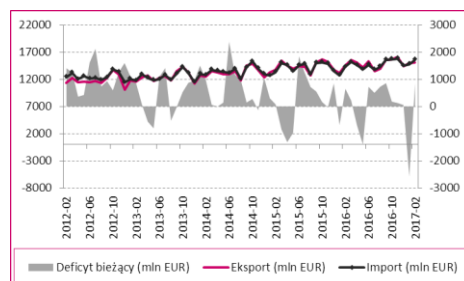
zera. Utrzymanie obecnej tendencji i wyjście wskaźnika na plus, będzie oznaczać, że po raz pierwszy w historii liczba optymistów będzie większa od liczby pesymistów. Sądzymy, że konsumpcja pozostanie podstawowym motorem wzrostu i będzie nadal dynamicznie rosła, jednak czynniki bazowe związane z programem Rodzina 500+ ograniczą jej roczną dynamikę pod koniec 2017r.

Szacujemy, że w Q1 2017r. wzrost gospodarczy przyspieszył do 3,9% r/r wobec 2,5% r/r w Q4 2016r. Rewizja rachunków narodowych pokazuje, że ożywienie w gospodarce przesunęło się w czasie i nie miało miejsca w Q4 ale na przełomie roku, jednak przyspieszenie wzrostu jest w naszej ocenie nieuniknione i widać wiele oznak ożywienia inwestycji. Nasza prognoza na cały rok zakłada wzrost o 3,4%, jednak widzimy możliwość wyższego odczytu.

W lutym, rachunek bieżący bilansu płatniczego wykazał deficyt 860 mln EUR, po rekordowej nadwyżce 2,576 mld EUR w styczniu. W lutym odnotowano deficyt w wymianie towarowej równy 537 mln EUR. Saldo rachunku usług było tradycyjnie dodatnie, równe 1,1 mld EUR, saldo rachunku dochodów pierwotnych było natomiast ujemne, równe -1,4 mld EUR, co było odwróceniem rekordowej nadwyżki z ubiegłego miesiąca, wynikającej ze znacznego napływu środków unijnych w ramach Wspólnej Polityki Rolnej.

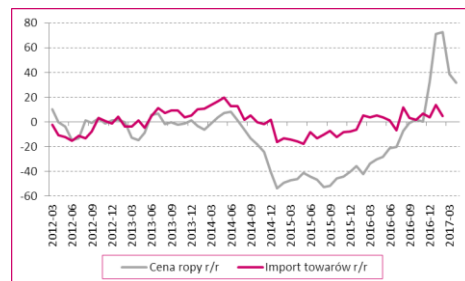
W lutym import towarów wzrósł o 9,1% r/r, podczas gdy eksport zwiększył się o 3,8% r/r. Dynamiki były wyraźnie niższe niż w styczniu, co odzwierciedlało niekorzystny efekt kalendarzowy widoczny też w innych miesięcznych danych z krajowej gospodarki. Import rośnie w związku z solidnym popytem krajowym oraz wzrostem (w ujęciu rok do roku) cen ropy naftowej. W kolejnych miesiącach ceny ropy naftowej będą się już w mniejszym stopniu przekładać na przyspieszenie importu, jednak będzie on nadal wspierany przez solidny popyt konsumpcyjny i rosnące inwestycje. Eksport rośnie dzięki dobrej i stale poprawiającej się koniunkturze u naszych głównych partnerów handlowych i poszukiwaniu nowych rynków zbytu. Kolejne miesiące mogą w naszej ocenie przynieść pewne, procykliczne pogorszenie salda wymiany towarowej

Wykres 3 Import, eksport i deficyt bieżący [mln EUR]



Źródło: Datastream

Wykres 4 Dynamika importu towarów i cen ropy naftowej [USD, %, r/r]



Źródło: Datastream

Bilans płatniczy pokazuje obecnie bardzo pozytywny obraz polskiej gospodarki. W 2016r. relacja deficytu bieżącego do PKB wynosiła zaledwie 0,3% wobec 0,6% w roku 2015r. Ten niezwykle niski deficyt jest w całości finansowany przez napływ środków w ramach rachunku kapitałowego (głównie unijne fundusze strukturalne). Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego jest dodatnie od 2013r. W lutym saldo rachunku bieżącego w ujęciu płynnego roku było dodatnie, równie 1,9 mld PLN, czyli ok 0,1% PKB. W relacjach z zagranicą niepokoić może jedynie rekordowy poziom zadłużenia zagranicznego, ale jest ono konsekwencją wysokich deficytów w przeszłości i zmian kursu walutowego (umocnienie dolara amerykańskiego).

Warunki na rynku pracy systematycznie poprawiają się, a stopa bezrobocia spada, pomimo osiągnięcia rekordowo niskiego poziomu. Wg szacunków Ministerstwa, Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej, stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w kwietniu do 7,7% z 8,1% w marcu i była najniższa od maja 1991r. oraz o 1,7 pkt. proc. niższa niż przed rokiem. Stopa bezrobocia po odsezonowaniu spadła nieco słabiej niż w poprzednich miesiącach, o 0,1 pkt. proc. do rekordowo niskiego poziomu 7,5%. W kwietniu po raz pierwszy od dwóch lat, liczba ofert pracy zgłoszonych w urzędach była niższa niż przed rokiem i zmniejszyła się o 6,0% r/r. Bardziej szczegółowe dane za marzec pokazały, że przepływy na rynku pracy utrzymują się na relatywnie niskim poziomie, spada zarówno liczba nowych bezrobotnych jak i liczba wyrejestrowań.

Makro i rynek

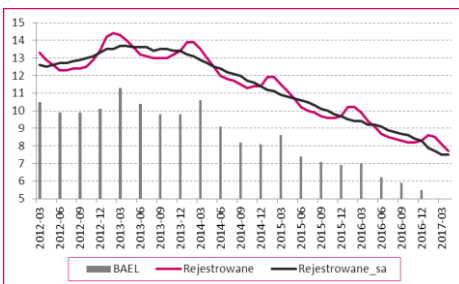
raport miesięczny

Nasilają się problemy ze znalezieniem pracowników

Jednocześnie liczba bezrobotnych przypadających na ofertę pracy utrzymuje się blisko historycznego minimum, sugerując trudności ze znalezieniem pracowników.

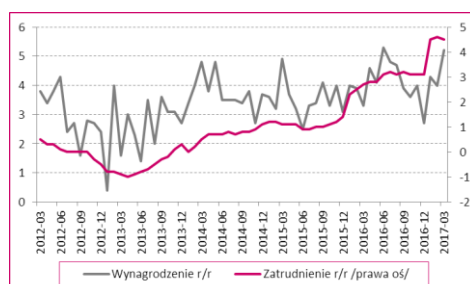
Potwierdzają to wyniki badania koniunktury przeprowadzanego przez GUS. W Q2 14,9% badanych przedsiębiorstw z sekcji przetwórstwo przemysłowe uważało że brak pracowników jest dla nich barierą rozwojową, w przypadku braku wykwalifikowanych pracowników odsetek wskazań wyniósł 29,6%. W obu przypadkach były to najwyższe odsetki w historii (od 2003r.), wyższe niż wskazania z końca 2007r. Wynagrodzenia w tej sekcji rosną szybciej niż w całej gospodarce, jednak ich wzrost jest umiarkowany, równy 5,9% r/r w marcu. W przypadku budownictwa, na barierę niedoboru wykwalifikowanych pracowników wskazuje 34% przedsiębiorstw, o połowę mniej niż w rekordowym 2007r. Brak pracowników jest barierą rozwojową dla 19,4% badanych przedsiębiorstw handlowych. We wszystkich przypadkach widać wzrost natężenia występowania tej bariery rozwoju w ostatnich dwóch latach, co sugeruje możliwość pojawienia się presji płacowej. Obraz sektora usługowego jest nieco bardziej zróżnicowany, a największy problem ze znalezieniem właściwych pracowników mają firmy informatyczne.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw jest jednak niezmiennie umiarkowane

Tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw jest jednak niezmiennie umiarkowane. Przeciętne wynagrodzenie przyspieszyło w marcu do 5,2% r/r z 4,0% r/r w lutym. Przesunięcie premii w górnictwie podwyższyło jednak tę dynamikę o 0,5 pkt. proc. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym dynamikę płac były podwyżki w sieciach handlowych: Lidl, Kaufland, do których w kwietniu (podobnie jak przed rokiem) dołączy Biedronka. W rezultacie dynamika wynagrodzenia w handlu detalicznym wyniosła 9,2% r/r. Pomimo widocznych oznak nasilenia presji płacowej, wzrost wynagrodzeń, jest jednak niższy niż obserwowany w poprzednich okresach boomu na rynku pracy, kiedy stopa bezrobocia była wyższa niż teraz. Do tej pory wynikało to z niskich żądań płacowych, którym towarzyszyła deflacja a także relatywnie małej siły przetargowej pracowników. W kolejnych miesiącach pewne przyspieszenie płac jest w naszej ocenie nieuniknione, w miarę wzrostu problemów ze znalezieniem pracowników i natężenia żądań płacowych. Nie spodziewamy się jednak żeby rynek pracy stał się zagrożeniem dla stabilności cen. Co może być powiązane z tym, że problemy ze znalezieniem pracowników dotyczą branż o relatywnie niskiej wydajności.

Rynek pracy pozostaje wsparciem dla konsumpcji

W marcu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o 4,5% wyższe niż przed rokiem, po wzroście o 4,6% r/r w lutym. Roczna dynamika zatrudnienia uwzględniła wprowadzenie od początku roku minimalnej stawki godzinowej, która zachęcała do przechodzenia na etat, co oznacza, że prawdziwy przyrost miejsc pracy w gospodarce jest zapewne mniejszy niż wskazują miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw. Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w marcu w ujęciu nominalnym o 9,9% r/r, co jest najwyższą dynamiką od kwietnia 2011r. Realny wzrost funduszu wyniósł 7,7% r/r, a rynek pracy pozostaje wsparciem dla konsumpcji.

Czynniki, które podnosiły inflację CPI w styczniu i lutym przyczyniły się do jej wyhamowania w marcu

Czynniki, które podnosiły inflację CPI w styczniu i lutym przyczyniły się do jej wyhamowania w marcu. Spadek inflacji do 2,0% r/r z 2,2% r/r w lutym, był konsekwencją m.in. spadku cen paliw o 1,3% m/m, co ograniczyło ich roczny wzrost do 18,1% z 21,2%. Kluczowe okazały się jednak ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które spadły o 0,4% m/m, co przyczyniło się do ograniczenia ich rocznego tempa wzrostu do 3,1% r/r z 3,9% r/r. Ceny warzyw spadły o 5,4% m/m, odwracając obserwowany na początku roku w całej Europie, wzrost spowodowany przez atak zimy w rejonie Morza Śródziemnego, który czasowo podniósł ceny warzyw importowanych

Makro i rynek

raport miesięczny

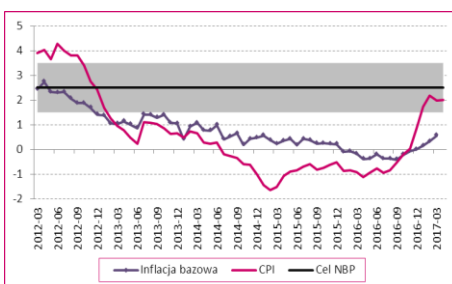
Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach presja inflacyjna będzie nadal powoli narastać

takich jak cukinie, kalafior czy brokuły. Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii przyspieszyła w marcu do 0,6% r/r z 0,3% r/r. Wskaźnik utrzymuje się na bardzo niskim poziomie, jednak widać w nim oznaki bardzo powolnego pojawiania się presji inflacyjnej, co jest związane z dobrą sytuacją w gospodarce w szczególności na rynku pracy.

Wg wstępnego szacunku GUS, inflacja w kwietniu utrzymała się na poziomie 2,0% r/r. Nie znamy jeszcze szczegółów koszyka, jednak szacujemy, że ceny paliw spadły o 1,0% m/m, a inflacja bazowa wzrosła do 0,7% r/r.

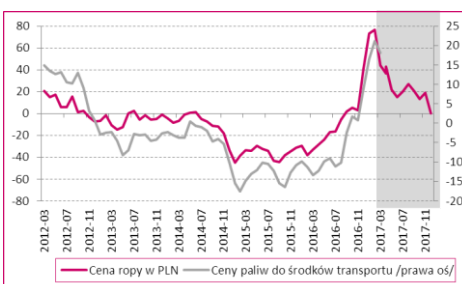
Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach presja inflacyjna będzie nadal powoli narastać, jednak podtrzymujemy naszą prognozę, że CPI nie osiągnie w tym roku celu inflacyjnego (2,5%). Przy założeniu stabilizacji cen ropy naftowej na rynkach globalnych, ceny paliw nie będą już podwyższać inflacji ogółem. W kierunku wzrostu inflacji będzie natomiast działał umiarkowany wzrost cen żywności (wg prognozy IERiGŻ). Przymrozki odnotowane w ostatnich dniach zapewne zmniejszą podaż krajowych owoców, przyczyniając się do wzrostu ich cen w sezonie, dotyczy to zwłaszcza czereśni, wczesnych odmian wiśni, krajowych brzoskwiń i moreli.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream, prognoza Millennium

Po stronie producenta, dodatnia inflacja utrzymuje się od pół roku

Po stronie producenta, dodatnia inflacja utrzymuje się od pół roku. W marcu wskaźnik PPI przyspieszył do 4,7% r/r z 4,5% r/r w lutym, co było konsekwencją przyspieszenia inflacji w przetwórstwie do 4,2% r/r z 3,9% r/r oraz utrzymywania się solidnego wzrostu cen w górnictwie (28,9% r/r). Jest to konsekwencją sytuacji na rynkach surowcowych. Wg naszego szacunku inflacja PPI wyhamowała w kwietniu do 4,4% r/r, na taki scenariusz wskazują też wyniki badania PMI, wg którego tempo inflacji wyrobów gotowych spowolniło w kwietniu nieznacznie, do poziomu najniższego od pięciu miesięcy.

Stopy procentowe wciąż bez zmian

Tabela 2. Ostatnie członków RPP

Adam Głapiński	„W tym roku nie widzę żadnych przesłanek (do podwyżek stóp), a w przyszłym - zobaczymy, w II połowie, w szczególności. Dla mnie to wygląda tak, że i w przyszłym roku prawdopodobnie nie będę widział przesłanek (do podwyżki stóp).” (05.04.2017)
Grażyna Ancyparowicz	„Nie można wykluczyć, że nastawienie „wait-and-see” będzie przedłużone na pierwszą połowę 2018 roku albo dłużej.” (13.04.2017)
Eugeniusz Gatnar	„Na pewno był on (wzrost w Q1) lepszy niż w poprzednim kwartale i był też powyżej 3%. (...) W całym roku wzrost powinien przekroczyć 3,7%, będzie powyżej rządowej prognozy, być może nawet otrzymamy się o 4%” (10.05.2017)
Łukasz Hardt	„Jeśli prawdopodobieństwo tego, że ujemne realne stopy procentowe będą do końca 2019 r. i to prawdopodobieństwo będzie rosło, to ja osobiście ze wzmożoną uwagą będę przyglądał się tej sytuacji.” (08.03.2017)
Jerzy Kropiwnicki	„Ze względu na to, że nie spodziewam się przekroczenia celu inflacyjnego w ciągu kolejnych 12 miesięcy, to wydaje mi się, że stopy procentowe w tym okresie pozostaną na obecnym poziomie.” (20.03.2017)
Eryk Łon	„Nie obserwuję obecnie negatywnych skutków utrzymywania w Polsce ujemnych realnych stóp procentowych.” (16.03.2017)
Jerzy Osiatyński	„Jak patrzę na elementy fundamentalne w gospodarce, to nie widzę dobrych przesłanek do zmiany poziomu stóp procentowych w ciągu 12 miesięcy. (...) Jedyne co, to rynek pracy w związku ze wzrostem płac, co może rodzić nacisk na jednostkowe koszty pracy.” (10.05.2017)
Rafał Sura	„Jeśli chodzi o inflację, to ta projekcja marcowa pokazuje ścieżkę, która utwierdza nas w doktrynie, że należy obserwować i oczekiwać.” (05.04.2017)
Kamil Zubelewicz	„Nie powinno się jednak z góry wykluczyć ewentualności podwyżki stóp proc. jeszcze w tym roku. Można sobie wyobrazić, że polityka wait-and-see zostanie zakończona, ale tylko wtedy, gdy zobaczymy coś rzeczywiście niepokojącego.” (16.02.2017)
Jerzy Żyżyński	„Jeśli nie zmienią się znacząco warunki makro, to byłbym za utrzymaniem bez zmian stóp procentowych także w 2018 roku.” (10.03.2017)

Źródło: PAP

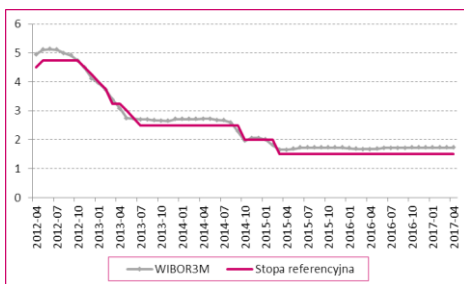
POLITYKA PIENIĘŻNA

Krajowa polityka pieniężna dostarcza w ostatnich miesiącach wyjątkowo mało emocji. RPP utrzymuje stopy bez zmian i dokonuje tylko kosmetycznych zmian w komunikatach po posiedzeniu. Dodatkowo majowe posiedzenie odbędzie się dopiero w dniach 16-17 maja, w związku z tym od poprzedniego wydania miesięcznika nie obyło się posiedzenie RPP.

W kwietniu, Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, utrzymując stopę referencyjną na 1,50%. Z komunikatu wynika, że przyspieszenie inflacji na początku roku nie jest dla Rady problemem, a oczekiwane przyspieszenie wzrostu do 3,7% nie przełoży się w jej ocenie na wzmożoną presję inflacyjną.

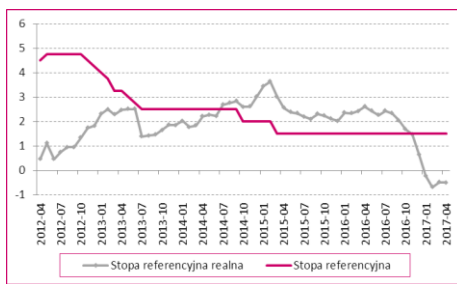
Ostatnie wypowiedzi członków Rady, utrzymane były w zbliżonym tonie do poprzednich (patrz tabela 2). Z opisu dyskusji na posiedzeniu w kwietniu wynika natomiast, że w ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach - w świetle dostępnych informacji - prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP.

Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [%]



Źródło: Datastream

Wykres 10 Stopa referencyjna realna i nominalna [%]



Źródło: Datastream, obliczenia własne

W naszej ocenie, Rada będzie utrzymywała niezmienną stopę procentową w najbliższych miesiącach, a do podwyżki może w naszej ocenie dojść w pierwszej połowie 2018r. Rada nie wydaje się zaniepokojona perspektywą ujemnych realnych stóp procentowych, chociaż w naszej ocenie kwestia ta może znaleźć się w centrum uwagi władz monetarnych w drugiej połowie roku w miarę wzrostu prawdopodobieństwa wydłużenia okresu ujemnych realnych stóp procentowych. Innym czynnikiem, który będzie przykuwał uwagę RPP w kolejnych miesiącach jest kształtowanie się płac w kontekście dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Utrzymuje się dobra sytuacja budżetu państwa, czemu sprzyja lepsza realizacja dochodów budżetowych

Wyraźna poprawa wpływów z VAT w pierwszych miesiącach tego roku to w dużej mierze efekt złożenia kilku czynników jednorazowych

Deficyt budżetowy w tym roku może być o co najmniej 10 mld PLN niższy niż zapisany w ustawie limit 59,3 mld PLN

W Aktualizacji Planu Konwergencji 2017 założony został spadek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do 1,2% PKB w roku 2020

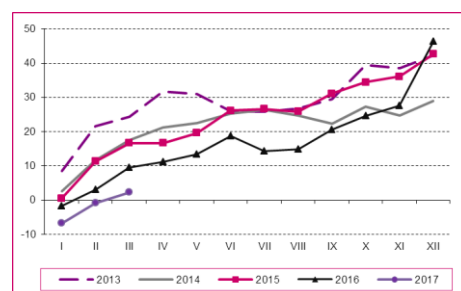
POLITYKA FISKALNA

Utrzymuje się dobra sytuacja budżetu państwa, czemu sprzyja lepsza realizacja dochodów budżetowych. Według danych MinFin, deficyt budżetowy wyniósł po marcu 2,28 mld PLN wobec deficytu 3,10 mld PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. Utrzymuje się wysoka dynamika dochodów podatkowych, choć w samym marcu nieco wyhamowała i po trzech miesiącach roku wyniosła 23,8% r/r wobec 25,6% r/r po lutym. To w dalszym ciągu zasługa znacznie wyższych niż przed rokiem wpływów z podatku VAT (+42,2% r/r w marcu), choć wzrostowy trend widoczny jest także we wpływach z podatków dochodowych, szczególnie z CIT, które w marcu wzrosły o 25,8% r/r.

Lepszej realizacji wpływów podatkowych sprzyja dobra koniunktura gospodarcza, w szczególności silny wzrost konsumpcji oraz rosnące dochody gospodarstw domowych wspierające wpływ z PIT. Niemniej jednak wyraźna poprawa wpływów z VAT w pierwszych miesiącach tego roku to w dużej mierze efekt złożenia kilku czynników jednorazowych. Przede wszystkim to skutek przesunięcia zwrotów podatku VAT ze stycznia i lutego na grudzień ubiegłego roku, kiedy dochody z podatku VAT były najniższe od 2009r. W efekcie zwroty podatku VAT w pierwszych miesiącach tego roku są niższe, co zawyża wpływy z podatku VAT. Dodatkowo, od 1 stycznia zlikwidowano możliwość kwartalnego rozliczania podatku od towarów i usług dla dużych firm, wprowadzając obowiązek comiesięcznego rozliczania. W efekcie, część podatku, która wpłynęła obecnie do budżetu w lutym i w marcu, normalnie wpłynęłaby dopiero w kwietniu. Nie bez znaczenia było też wprowadzenie odwróconego podatku VAT w budownictwie, co opóźniło moment zwrotu podatku VAT firmom budowlanym. W rezultacie realna poprawa wpływów z podatku VAT będzie mniejsza niż wynikałoby z danych za pierwszy kwartał. To jak wygląda rzeczywistość mogą pokazać już kwietniowe dane, kiedy efekty czynników jednorazowych zaczną ustępować.

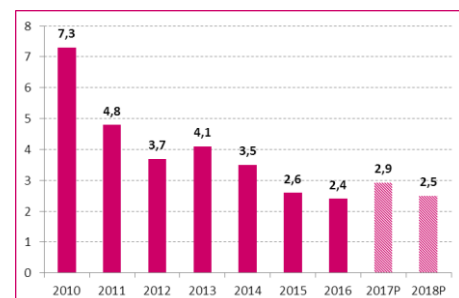
Nie zmienia to faktu, że realizacja tegorocznego budżetu nie jest zagrożona. Wpływy z podatków dochodowych PIT i CIT powinny być zrealizowane zgodnie z planem, lub nieco powyżej, czemu sprzyja wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych oraz dobra sytuacja finansowa firm. Nieco poniżej planu mogą być natomiast zrealizowane wpływy z podatku VAT, ponieważ rzeczywista skala uszczelnienia systemu podatkowego może przynieść nieco mniejszy od założeń efekt finansowy. Pomimo tego, deficyt budżetowy w tym roku może być o co najmniej 10 mld PLN niższy niż zapisany w ustawie limit 59,3 mld PLN. Pomoże temu znacznie wyższe niż przyjęto w budżecie wpłata z zysku NBP (ok. 8,7 mld PLN), a także kontrola po stronie wydatków, w tym niższe od planu wydatki na obsługę długu publicznego.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

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



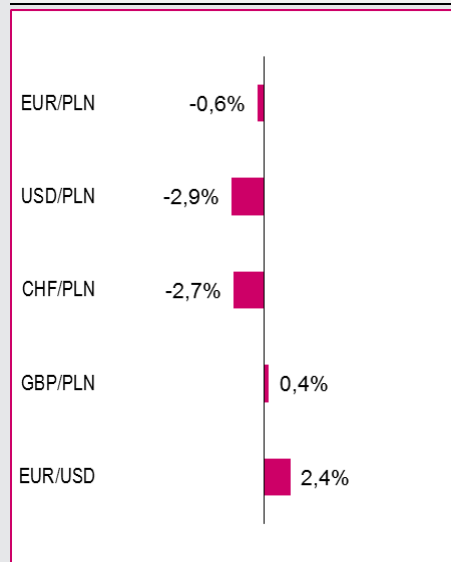
Źródło: MinFin APK

W Aktualizacji Planu Konwergencji 2017 założony został spadek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do 1,2% PKB w roku 2020, choć w samym 2017 oczekiwany jest jego wzrost do 2,9% PKB. Wynik ten utrzymany zostanie pomimo spodziewanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, a na relatywnie wysokim poziomie utrzyma się także deficyt strukturalny sektora finansów publicznych, który w roku 2017 wyniesie 2,9% PKB, zaś do roku 2020 spadnie do 1,2% PKB. Oznacza to, że będzie utrzymywała się presja na wzrost długu publicznego, który w tym roku wyniesie 55,3% PKB (wg ESA2010).

Makro i rynek

raport miesięczny

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



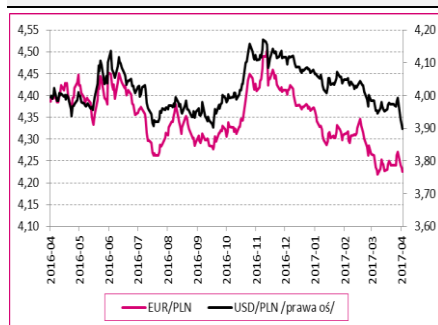
Źródło: Reuters

Złoty traktowany był jako proxy ryzyka politycznego

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Początek kwietnia to kontynuacja pozytywnej postawy złotego z pierwszego kwartału. W odniesieniu do ubiegłego miesiąca oznaczało to stabilizację kursu EUR/PLN na poziomie 4,20 tj. najniższym od 2015 roku, a w przypadku pary USD/PLN spadek do półrocznego minimum 3,85. Warto zauważyć, iż w tym czasie pozostałe waluty regionu traciły na wartości. Przykładowo w kwietniu kurs EUR/HUF ustanowił tegoroczne maksimum, a rumuński lej utrzymywał się w okolicy wielomiesięcznego minimum wartości. W kwietniu w tempie aprecjacji złoty ustąpił jedynie czeskiej koronie, która w reakcji na uwolnienie przez bank centralny Czech kursu EUR/CZK gwałtownie zyskała na wartości. Od początku roku natomiast złoty we wzroście wartości ustępuje jedynie meksykańskiemu peso. Waluta Meksyku odreagowuje jednak wydarzenia z końca ubiegłego roku, gdy obawy związane z wyborem D.Trump na prezydenta USA i jego implikacjami dla tamtejszej gospodarki (budowa muru na granicy, renegotjacja umów handlowych, problem imigrantów) skutkowały dynamicznym spadkiem wartości peso. Złoty tymczasem konsekwentnie z każdym miesiącem zyskuje na wartości.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 15 Najlepiej i najgorzej radzące sobie waluty względem EUR w 2017 [%]



Źródło: Bloomberg

Dobrym wytłumaczeniem tego zjawiska jest fakt, iż w ocenie inwestorów złoty traktowany był jako proxy ryzyka politycznego w Europie. Potwierdza to korelacja kursu EUR/PLN ze spreadem pomiędzy 10-letnim długiem Niemiec i Francji. Wraz ze spadkiem spreadu - interpretowanym jako spadek ryzyka politycznego - na wartości zyskuje polska waluta. Korelacja zaburza się dopiero z chwilą wyniku pierwszej tury wyborów prezydenckich, w której wygrał centrysta E.Macron. W naszej ocenie zanik ryzyka politycznego w związku z wyborem E.Macrona na prezydenta Francji sprawia, iż dotychczasowy podstawowy argument przemawiający za aprecjacją polskiej waluty może mieć obecnie negatywne implikacje dla wartości złotego. W szczególności, iż większe prawdopodobieństwo przypisujemy obecnie zmianom w światowej polityce pieniężnej, które będą sprzyjać osłabieniu złotego. Przykładowo w strefie euro oczekujemy stopniowego wygaszania programu skupu aktywów - być może w drugiej połowie tego roku - i powolnego przygotowania inwestorów na wyjście z polityki ultraniskich stóp procentowych w roku przyszłym. Zagrożeniem dla apetytu na ryzyko pozostają także potencjalne decyzje prezydenta USA. Uważamy, iż złoty w nadchodzących tygodniach znajdzie się pod umiarkowaną, acz rosnącą presją sprzedających. Podtrzymujemy zatem nasze stanowisko z ubiegłego miesiąca, iż bilans szans i zagrożeń dla polskiej waluty w krótkim terminie jest asymetryczny z przewagą czynników, które mogą w nadchodzących tygodniach sprzyjać przecenieniu złotego. Czynnikiem, który mógłby skutkować powrotem do aprecjacji polskiej waluty byłoby przyspieszenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Nie jest to jednak nasz scenariusz bazowy, choć z uwagi na optymistyczne dane z polskiej gospodarki nie wykluczamy stopniowego zaostrzania retoryki Rady Polityki Pieniężnej w drugiej połowie roku. Nie uważamy natomiast by był to wystarczający argument, by rozpocząć dyskontowanie zacieśniania polityki pieniężnej, którego spodziewamy się dopiero w 2018 roku. W szczególności, iż w trzecim kwartale wybory parlamentarne w Niemczech i prace nad przyszłorocznym krajowym budżetem mogą stanowić kolejne czynniki ryzyka dla wartości złotego.

Kwiecień przyniósł przejście notowań SPW w trend horyzontalny

Tabela 3. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2016 i 2017

V2016			V 2017	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
05.05.16	OK108/DS0726	3,7		
25.05.16	PS0721/IZ0823	4,0		
18.05.17			OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727	3,0 - 5,0
25.05.17			przetarg zamiany	

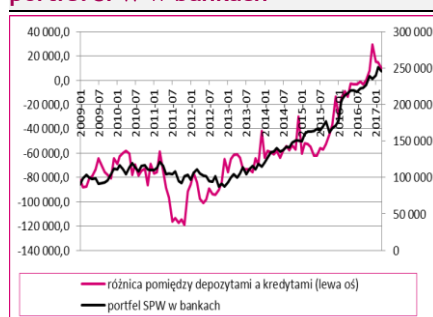
Źródło: MinFin

Finansowanie potrzeb pożyczkowych po kwietniu jest najniższe od 2011 roku

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

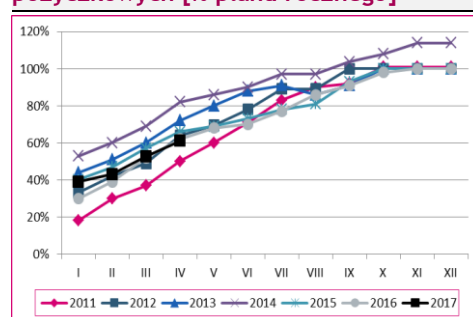
Po tym jak luty i marzec były miesiącami dynamicznego spadku dochodowości krajowego długu wzdłuż całej krzywej kwiecień przyniósł przejście notowań w trend horyzontalny. Krótkotrwale jednak, w połowie ubiegłego miesiąca, 10-latkce udało się wyznaczyć poziom 3,35% tj. półroczne minimum. W tym czasie wsparcie dla SPW stanowiło zachowanie obligacji na rynkach bazowych, gdzie dług niemiecki drożał osiągając tegoroczne maksimum cenowe. Analogiczne zmiany na obu rynkach sprawiły, że w kwietniu spread pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką utrzymywał się na poziomie 320 bps. W przypadku pozostałych polskich benchmarków rentowności przez większość minionego miesiąca oscylowały wokół poziomu 1,98% i 2,85% odpowiednio dla 2- i 5-latki.

Wykres 16 Płynność bankowa, a portfel SPW w bankach



Źródło: Macrobond

Wykres 17 Realizacja potrzeb pożyczkowych [% planu rocznego]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wyraźne uspokojenie notowań w kwietniu po części związane było z dynamicznymi zmianami dochodowości jakie miały miejsce pod koniec pierwszego kwartału. Opublikowany w kwietniu comiesięczny zestaw danych z Ministerstwa Finansów potwierdził wcześniejsze komentarze przedstawicieli resortu, iż spadek dochodowości SPW w marcu był wynikiem dynamicznego napływu kapitału zagranicznego na polski rynek długu. Tylko w marcu inwestorzy zagraniczni zwiększyli swój portfel o blisko 10 mld PLN. W rezultacie ich portfel - po raz pierwszy od września ubiegłego roku - przekroczył poziom 200 mld PLN i jednocześnie - na poziomie 204 mld PLN - był najwyższy od końca 2015 roku. Tempo napływu kapitału w marcu było natomiast porównywalne ze skalą odpływu w listopadzie 2016 roku, gdy w reakcji na wybory prezydenckie w USA dochodowość polskiej 10-latki ustanowiła 2-letnie maksimum na poziomie 3,72%. Napływ inwestorów zagranicznych na polski rynek długu był spójny z trendami globalnymi. Od początku roku bowiem skumulowane napływy kapitału na rynki obligacji emerging markets są najwyższe od co najmniej 2010 roku, stąd marcowe zniżki dochodowości SPW nie powinny dziwić. Spadek rentowności w marcu były jeszcze silniejszy, gdyby nie największa od wyborów parlamentarnych w Polsce redukcja ekspozycji w SPW przez banki komercyjne. Ta natomiast mogła być związana z obserwowanym w tym czasie pogorszeniem płynności banków mierzonej jako różnica pomiędzy bankowymi depozytami, a kredytami.

Biorąc pod uwagę prawdopodobny kierunek polityki pieniężnej w kraju i na świecie, a także perspektywy potrzeb pożyczkowych w kolejnych latach i coraz częstsze epizody wzrostu ryzyka geopolitycznego na świecie uważamy, iż dochodowość SPW wzdłuż całej krzywej dysponuje potencjałem do wzrostu. Co więcej tegoroczne finansowanie potrzeb pożyczkowych, które decyzją Ministerstwa Finansów jest ograniczane, nie jest już tak imponujące jak na początku roku. Po kwietniu wynosi ok. 61% co jest najniższym wynikiem od 2011 roku. O ile - także w obliczu wpływów jednorazowych poprawiających sytuację budżetową, w tym potwierdzonego na kwotę 9 mld PLN zysku NBP - nie należy się martwić o tegoroczne finansowanie potrzeb, to o stan prefinansowania na rok kolejny - zwyczajowo wynoszące nieco poniżej 40% - można mieć obawy. Kolejnym źródłem wzrostu rentowności obligacji, w szczególności krótkiego końca krzywej, może okazać się sytuacja, w której w lipcu, wraz z najnowszą projekcją PKB i inflacji, Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na nieco bardziej jastrzębią retorykę. Mimo, iż w naszej ocenie do podwyżek stóp procentowych dojdzie dopiero w 2018 roku, to pierwsze sygnały mniej gołębiej

Makro i rynek

raport miesięczny

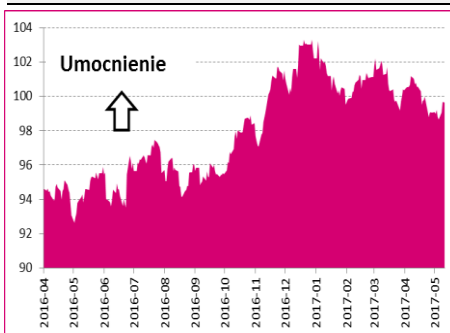
Wybory prezydenckie we Francji w istotny sposób wpływały na notowania eurodolara

postawy RPP będą dobrym argumentem do wyższej rentowności 2-latk. W dłuższym terminie podtrzymujemy naszą ocenę z poprzednich miesięcy, iż na koniec 2017 roku rentowność 10-latk wzrośnie w okolice tegorocznego maksimum tj. poziomu 4,00%.

RYNKI ZAGRANICZNE

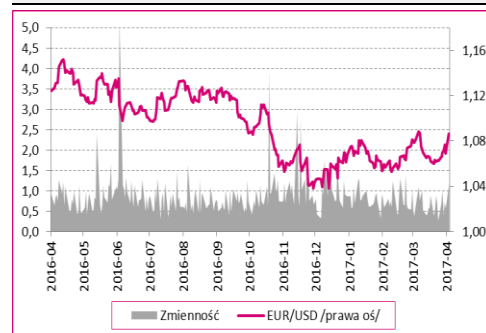
Początek kwietnia nie najlepiej rozpoczął się dla wyceny euro. Kurs EUR/USD gwałtownie zawrócił bowiem z 4-miesięcznego maksimum na poziomie 1,09. Ostabienie wspólnej waluty wywołała wypowiedź przedstawiciela EBC, który sprostował rynkowe spekulacje, które pojawiły się po ostatnim posiedzeniu banku, iż EBC może zacząć wycofywać się z prowadzenia ultra łagodnej polityki pieniężnej, w wyniku czego rynek zaczął wyceniać podwyżki stóp na początku 2018r. Dodatkowo deprecjację euro spowodowały dane wskazujące na wyraźne spowolnienie inflacji CPI w strefie euro, co automatycznie przełożyło się na dalsze zmniejszenie oczekiwań na jastrzębią narrację ze strony Europejskiego Banku Centralnego. W rezultacie w połowie kwietnia kurs EUR/USD osiągnął poziom 1,0568. Zniżkę pary EUR/USD zatrzymała niespodziewana deklaracja brytyjskiej premier, która ogłosiła przedterminowe wybory. Oficjalnie T.May tłumaczyła swoją decyzję potrzebą potwierdzenia jej mandatu do sprawowania władzy przed okresem negocjacji warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Rynek uznał natomiast, iż może to oznaczać komplikację dla samego Brexitowego procesu, a co najmniej zmniejszenie ryzyka tzw. opcji hard Brexit. Źródłem optymizmu okazały się ponadto sondaże, w których E.Macron powiększył przewagę nad M.Le Pen w walce o urząd prezydenta Francji. Zwycięstwo centrysty w pierwszej turze - mimo, iż wnioskując po sondażach nie było zaskoczeniem - na rynku eurodolara wywołało spore zamieszanie. Kurs EUR/USD wzrósł gwałtownie do poziomu 1,09. Na początku maja natomiast - wraz z wynikami drugiej tury wyborów, którą wygrał E.Macron - eurodolar osiągnął półroczne maksimum na poziomie 1,10.

Wykres 18 Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Macrobond

Wykres 19 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Macrobond

W naszej ocenie nadchodzące tygodnie powinny przynieść łagodny spadek notowań eurodolara

W naszej ocenie wyznaczenie poziomu 1,10 przez parę EUR/USD wyczerpuje potencjał euro do umocnienia. Oczekujemy obecnie niewielkiej korekty w dotychczasowym trendzie eurodolara. W szczególności, iż jak wynika z ostatnich wypowiedzi szefa Europejskiego Banku Centralnego nie nastąpi jeszcze czas, by myśleć o zakończeniu programu luzowania ilościowego. Stanie się to dopiero, gdy wzrost inflacji w strefie euro będzie trwały, samopodtrzymujący się oraz obserwowany na terenie całego eurolandu. Rynkowe spekulacje, iż czerwiec będzie miesiącem, w którym ECB może nieco zaostriżyć swoją retorykę wydają się przedwczesne. Rośnie natomiast przekonanie, iż koniec kwartału przyniesie podwyżkę kosztu pieniądza w Stanach Zjednoczonych, która jeszcze bardziej zwiększy dysproporcje pomiędzy polityką pieniężną Fed, a ECB. Czerwiec to także wzrost ryzyka politycznego w Europie za sprawą wyborów parlamentarnych we Francji i Wielkiej Brytanii. Mimo, iż nie przypisujemy im tak dużego znaczenia, jak choćby wyborom prezydenckim we Francji, czy jesiennym wyborom parlamentarnym w Niemczech, to z pewnością będą to wydarzenia, które przykują uwagę inwestorów i mogą wpływać na czasowe zniżki eurodolara. Kolejną kwestią, która może premiować dolara - jako aktywno safe-haven - są coraz częstsze epizody podwyższonej awersji do ryzyka z powodu geopolitycznych napięć na świecie. Z tych powodów uważamy, iż nadchodzące tygodnie powinny przynieść łagodny spadek notowań eurodolara, po którym kurs EUR/USD w oczekiwaniu na nowe impulsy może przejść w trend boczny.

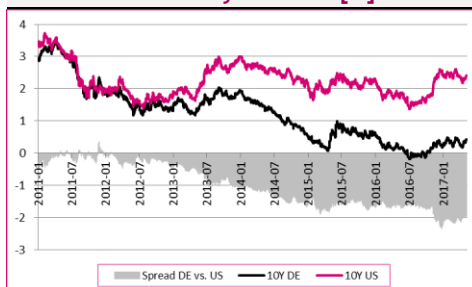
Makro i rynek

raport miesięczny

W reakcji na wynik wyborów we Francji dynamicznie zawężił się spread pomiędzy niemiecką, a francuską 10-latką

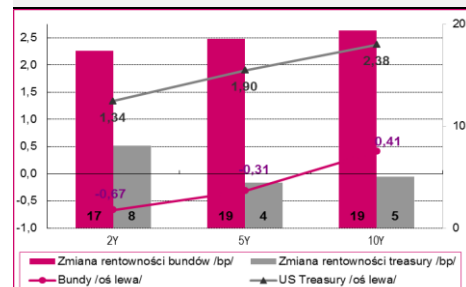
Maj jawi się jako miesiąc kontynuacji wzrostów rentowności z zachowaniem jednak relatywnie niewielkiej zmienności

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



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana dochodowości Bunda i UST



Źródło: Reuters

Kwiecień w notowaniach obligacji niemieckich miał dwie odmienne odłoty. Początkowo dochodowość Bunda zniżkowała do poziomu 0,17% tj. 5-miesięcznego minimum w reakcji na wypowiedź prezesa Europejskiego Banku Centralnego, który podkreślał konieczność utrzymywania łagodnej polityki pieniężnej. W tym czasie spadek dochodowości zanotował też 10-letni dług USA jednak tu zniżka była ograniczona. Z tego powodu spread pomiędzy Bundem, a Treasuries przejściowo wzrósł w kwietniu do poziomu 214 bps. W drugiej połowie minionego miesiąca dochodowość obligacji bazowych zaczęła zwyżkować. Źródłem spadku zainteresowania długiem USA i Niemiec była poprawa sentymentu inwestycyjnego związana z decyzją brytyjskiej premier w sprawie przedterminowych wyborów oraz wynik pierwszej tury wyborów prezydenckich we Francji. W reakcji 10-lątka niemiecka oddała całość wcześniejszej zniżki dochodowości i powróciła do poziomu 0,40%. W tym miejscu warto również odnieść się do zmian w spreadzie pomiędzy 10-latką francuską, a niemiecką będącym miernikiem obaw rynku, co do możliwego zwycięstwa w wyborach prezydenckich we Francji przedstawicielki skrajnej prawicy. W kwietniu różnica w oprocentowaniu wymienionych obligacji wzrosła w okolice maksimum z 2012 roku, by w reakcji na wynik wyborów, które wygrał centrysta E. Macron dynamicznie się zawęzić. Z kolei zmiany na rynku amerykańskiego długu tłumaczy wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Mimo, iż stopy procentowe - zgodnie z oczekiwaniami - zostały pozostawione bez zmian, a w komunikacie Fed podtrzymał stwierdzenie, że „warunki w gospodarce będą rozwijały się w kierunku, który uzasadnia stopniowe podwyżki stóp procentowych”, to część rynku obawiała się, po słabszych danych o PKB za pierwszy kwartał, że bankierzy centralni mogą nieco zmienić dotychczasową optymistyczną ocenę gospodarki amerykańskiej. Tak się jednak nie stało. Fed nie zmienił również brzmienia fragmentu komunikatu dotyczącego polityki sumy bilansowej i nadal zamierza reinwestować zapadające aktywa z powrotem w sumę bilansową, aż normalizacja polityki monetarnej będzie „trwać już jakiś czas”. W reakcji dochodowość obligacji USA wzrosła wzdłuż całej krzywej, ze szczególnym nasileniem na krótki koniec krzywej. Obecnie zaledwie 4 bps dzielą amerykańską 2-latkę od poziomu 1,40% tj. maksimum z 2009 roku.

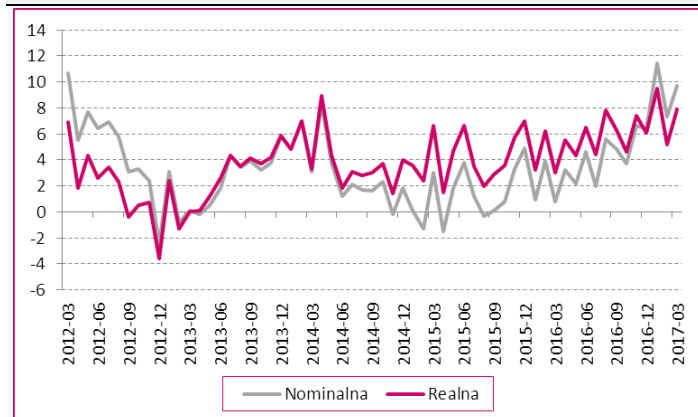
W naszej ocenie najbliższe tygodnie mogą przynieść utrzymanie łagodnych wzrostów dochodowości, jednak oczekiwanie na czerwcowe posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej będą skutecznie chronić przed większymi zmianami rynku. Dopiero w reakcji na retorykę banków centralnych zaprezentowaną podczas posiedzeń w przyszłym miesiącu notowania zyskają impuls do większych zmian. Maj jawi się więc jako miesiąc prawdopodobnej kontynuacji dotychczasowych wzrostów rentowności jednak z zachowaniem relatywnie niewielkiej zmienności.

Makro i rynek

raport miesięczny

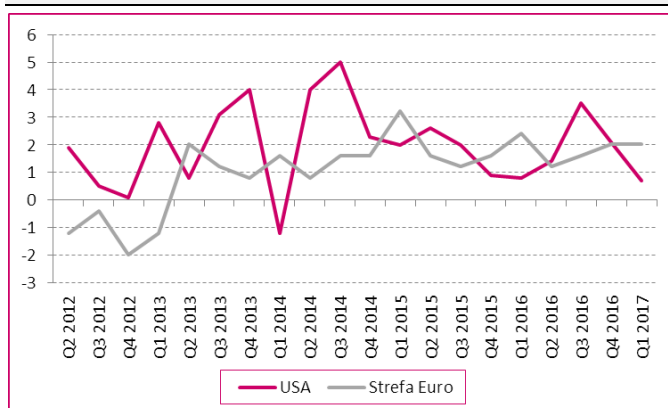
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Realna i nominalna dynamika sprzedaży detalicznej [% , r/r]



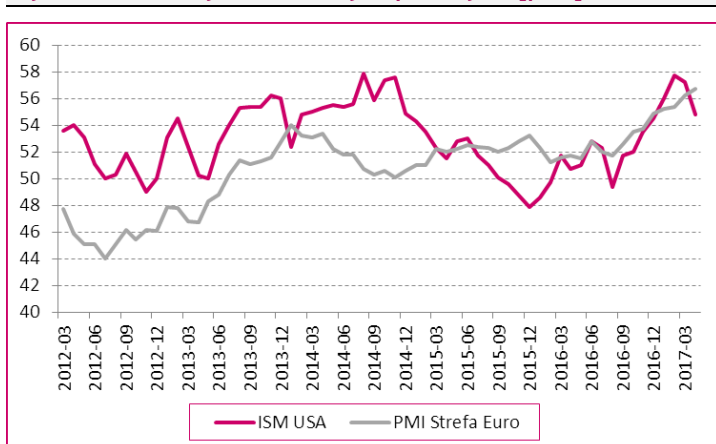
Źródło: Datastream

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



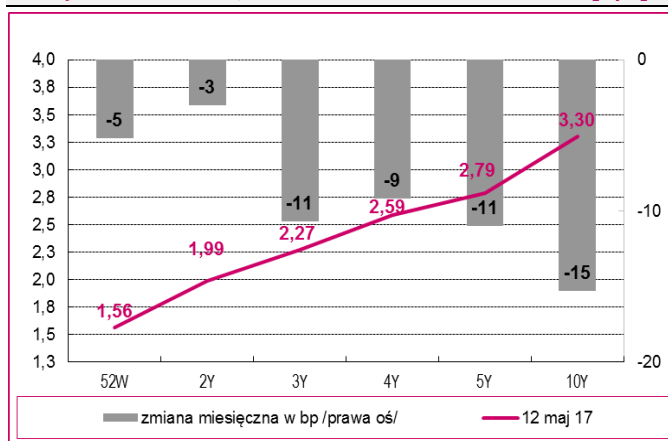
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



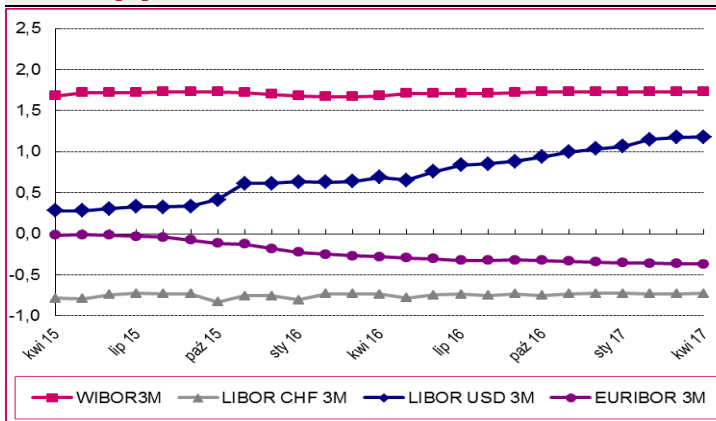
Źródło: Datastream

Wykres 25 Miesięczna zmiana rentowności SPW [bps]



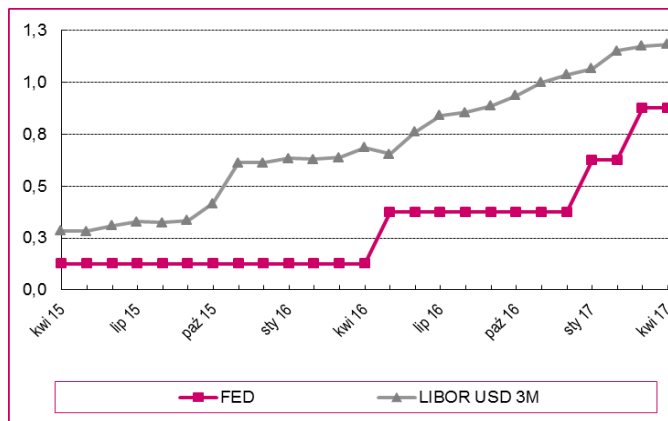
Źródło: Reuters

Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR CHF, LIBOR USD, EURIBOR [%]



Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

Makro i rynek

raport miesięczny

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,7	0,7
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,7	4,4	3,6
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,8	6,5	6,2
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,1	11,1	1,1	7,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	7,8	6,3	4,6	7,4	6,1	9,5	5,2	7,9	8,4	7,2
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-729	-858	-179	-128	-56	2576	-860	-460	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	9,3	3,1	-0,5	5,8	5,2	13,9	3,8	15,8	-	-
Import (EUR, % r/r)	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,1	9,1	18,7	-	-
Plące, sek. przeds. (% r/r)	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,4	4,6
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5
Stopa bezrobocia (%)	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4
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	1,65	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,64	1,77	1,81	1,96	2,04	2,19	2,22	2,00	1,99	2,02
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,15	2,35	2,51	2,87	2,89	3,17	3,13	2,92	2,90	2,85
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,77	2,92	3,10	3,65	3,63	3,89	3,82	3,51	3,43	3,40
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,92
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,12	1,10	1,06	1,05	1,08	1,06	1,06	1,09	1,08

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
PKB (mld PLN)	1445,3	1566,8	1629,4	1656,8	1719,7	1799,3	1851,2	1944,3
PKB (wzrost realny, %)	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	3,4
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	3,5
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3	3,8	4,1
Inwestycje (wzrost realny, %)	0	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	4,3
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-1,0
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	1,6	3,1	1,4	1,1	0,5	0,2	0,0	0,9
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,5	-2,6	-2,4	-2,9
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,75
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	3,97	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,40	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,97	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	4,18	4,00

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

KALENDARIUM

Maj / Czerwiec

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
15 PL: bilans handlowy, inflacja bazowa	16 US: PKB, liczba nowych budów, pozwolenia na budowę EZ: bilans handlowy, PKB GE: ZEW	17 EZ: CPI, inflacja bazowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	18 PL: płace, zatrudnienie US: liczba nowych bezrobotnych	19 GE: PPI PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna
22	23 GE: PKB, IFO US: sprzedaż nowych domów	24 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny, sprzedaż domów na rynku wtórnym, opis posiedzenia banku centralnego	25 PL: stopa bezrobocia US: liczba nowych bezrobotnych	26 US: PKB, konsumpcja prywatna, zamówienia na dobra trwałego użytku, indeks uniwersytetu Michigan
29 EZ: podaż pieniądza M3	30 GE: CPI US: dochody i wydatki prywatne, inflacja PCE, inflacja bazowa PCE, indeks CaseShiller, Conference Board	31 PL: PKB, CPI EZ: stopa bezrobocia, szacunek inflacji, inflacja bazowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, Beżowa Księga Fed	01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: raport Challenger, ISM	02 EZ: PPI US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia, bilans handlowy
05 US: zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałe	06 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna	07 GE: zamówienia fabryczne EZ: PKB US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA PL: stan rezerw NBP, decyzja w sprawie stóp procentowych	08 EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych US: liczba nowych bezrobotnych	09 GE: bilans handlowy
12 PL: CPI	13 PL: bilans handlowy, inflacja bazowa US: PPI GE: ZEW	14 GE: CPI EZ: zatrudnienie US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, CPI, sprzedaż detaliczna, decyzja w sprawie stóp procentowych PL: podaż pieniądza M3	15	16

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 jakiegokolwiek 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.