

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

13 czerwca 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

- Początek roku przyniósł wyraźną poprawę sytuacji w polskiej gospodarce. Wzrost gospodarczy przyspieszył w Q1 br. do 4,0% r/r z 2,5% r/r w Q4 2016. Po odsezonowaniu PKB wzrósł o 1,1% kw/kw wobec 1,7% kw/kw w Q4 2016r. Struktura wzrostu nie była jednak aż tak pozytywna, jak dane ogółem. W danych za Q1 zaskoczeniem był spadek nakładów na środki trwałe, które były realnie o 0,4% niższe niż przed rokiem i to pomimo niskiej bazy z Q1 2016r., kiedy nakłady zmniejszyły się o 9,8% r/r. Dane z sektora dużych przedsiębiorstw opublikowane przez GUS, pokazały spadek nakładów o 0,4% r/r, jednak nieco dziwi, że nie został on wyrównany przez wzrost inwestycji publicznych. Zaskoczeniem nie było natomiast przyspieszenie konsumpcji, do 4,7% r/r z 4,5% r/r. Miesięczne dane za kwiecień pokazały pewne wyhamowanie tempa wzrostu aktywności gospodarczej, głównie za sprawą czynników kalendarzowych. Oczekujemy, że wzrost gospodarczy w Q2 utrzyma się na poziomie zbliżonym do Q1.
- Warunki na rynku pracy ulegają nieprzerwanej poprawie, a stopa bezrobocia osiąga nowe minima. Obecnie napięcia na rynku pracy łągodzi napływ migrantów, głównie Ukraińców. Niewiadomą jest zachowanie pracowników z Ukrainy po wprowadzeniu ruchu bezwizowego, który został uruchomiony 11 czerwca. Aby dostać się do krajów Wspólnoty, Ukraińcy muszą mieć paszport biometryczny, który posiada 3 mln obywateli. Istnieją obawy, że wprowadzone ułatwienia spowodują odpływ pracujących w Polsce Ukraińców do Niemiec. Nasz bazowy scenariusz nie zakłada, że to zjawisko będzie masowe. Atutem Polski jest bliskość geograficzna, kulturowa i rozwinięte sieci migracyjne. Nie bez znaczenia jest łatwość podejmowania w Polsce legalnego zatrudnienia. Niemcy mogą zaoferować znacznie wyższe zarobki.
- W 2017r. utrzymuje się bardzo dobra sytuacja budżetu centralnego. Wg szacunkowego wykonania, deficyt po kwietniu wyniósł zaledwie 868 mln PLN, co było drugim najlepszym wynikiem o tej porze roku w historii. W ciągu miesiąca budżet odnotował nadwyżkę w kwocie 1,4 mld PLN. Po kwietniu utrzymał się solidny wzrost wpływów z tytułu VAT i podatku od gier, który jest wspierany przez rosnącą konsumpcję i uszczelnienie systemu podatkowego. Solidnie wzrosły odnotowały też podatki dochodowe. Jednocześnie wydatki pozostają pod kontrolą i po kwietniu były o 1,2% wyższe niż przed rokiem, i to pomimo faktu, że w pierwszym kwartale 2016r. nie wypłacano jeszcze środków w ramach Rodzina 500+. Od początku roku wyraźnie spadają koszty obsługi długu publicznego. Szacujemy, że deficyt może być o przynajmniej 15 mld PLN niższy niż całoroczny plan na poziomie 59 mld PLN. Nie spodziewamy się natomiast, aby deficyt sektora finansów publicznych wg ESA 2010 był wyraźnie niższy niż 3,0% PKB.
- Maj był miesiącem łągodnej aprecjacji polskiej waluty względem euro. Źródłem umocnienia złotego był wzrost apetytu na ryzyko wywołany wynikami wyborów prezydenckich we Francji, gdzie centrysta E. Macron wygrał z eurosceptyczną kandydatką skrajnej prawicy. W maju pozytywny wpływ na wartość złotego miały także czynniki krajowe. Agencja Moody's utrzymała rating Polski na poziomie A2 oraz - co było pewnym zaskoczeniem - podniosła jego perspektywę do stabilnej z negatywnej. Reakcją było zejście notowań EUR/PLN do poziomu 4,16 tj. minimum z sierpnia 2015 roku.

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

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%	20 lip	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	4-5 lip	1,50%

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Początek roku przyniósł wyraźną poprawę sytuacji w polskiej gospodarce

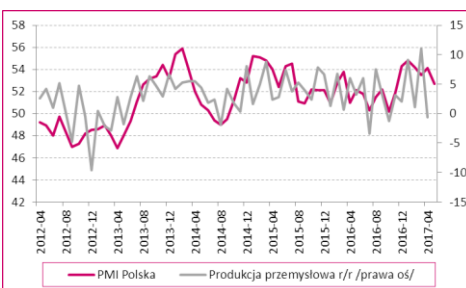
W danych za Q1 zaskoczeniem był spadek nakładów na środki trwałe

Początek roku przyniósł wyraźną poprawę sytuacji w polskiej gospodarce. Wzrost gospodarczy przyspieszył w Q1 br. do 4,0% r/r z 2,5% r/r w 4Q 2016. Po odsezonowaniu PKB wzrósł o 1,1% kw/kw wobec 1,7% kw/kw w Q4 2016r. Struktura wzrostu nie była jednak aż tak pozytywna, jak dane ogółem.

W danych za Q1 zaskoczeniem był spadek nakładów na środki trwałe, które były realnie o 0,4% niższe niż przed rokiem i to pomimo niskiej bazy z Q1 2016r., kiedy nakłady zmniejszyły się o 9,8% r/r. Dane z sektora dużych przedsiębiorstw opublikowane przez GUS, pokazały spadek nakładów o 0,4% r/r, jednak nieco dziwi, że nie został on wyrównany przez wzrost inwestycji publicznych. Na wyraźną poprawę w zakresie inwestycji budowlanych wskazują dane o wartości dodanej w budownictwie, która w Q1 wzrosła o 4,6% r/r, po tym, jak wyraźnie spadała przez cały 2016r. Dane o nakładach w ujęciu nominalnym wskazały na niewielki wzrost, o 0,8% r/r. W Q1 spadły nakłady na inne budynki i budowle (o 1,4% r/r), najsilniejszy wzrost odnotowano natomiast w przypadku budynków mieszkalnych (wzrost o 4,2% r/r). Dane miesięczne, m.in. o depozytach, sugerują, że przedsiębiorstwa wzmożyły aktywności inwestycyjną, a nakłady zaczną rosnąć w dalszej części roku. Wsparciem będzie wykorzystanie środków z nowej perspektywy UE, dobre wyniki przedsiębiorstw i wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych. Z drugiej strony niepewność co do otoczenia prawno-instytucjonalnego pozostaje czynnikiem ograniczającym skłonność sektora prywatnego do zwiększenia aktywności inwestycyjnej.

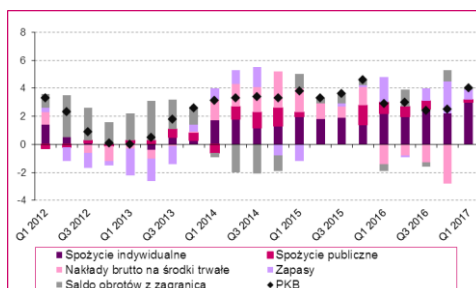
Zaskoczeniem nie było natomiast przyspieszenie konsumpcji, do 4,7% r/r z 4,5% r/r, co dodało 3,0 pkt. proc. do rocznego tempa wzrostu PKB. Niezmiennie wsparciem dla spożycia prywatnego pozostaje dobra sytuacja na rynku pracy, rosnące dochody realne, a także, po raz pierwszy w historii, optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. W Q1 zamiana stanu zapasów dodała 0,7 pt. proc. do rocznego tempa wzrostu, kontrybucja wymiany z zagranicą była dodatnia równa 0,1 pkt. proc.

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



Źródło: Datastream

Wykres 2 Struktura wzrostu gospodarczego [% r/r]



Źródło: Datastream

Miesięczne dane za kwiecieniem pokazały pewne wyhamowanie tempa wzrostu aktywności gospodarczej, jednak jego przyczyną były czynniki kalendarzowe

Miesięczne dane za kwiecień pokazały pewne wyhamowanie tempa wzrostu aktywności gospodarczej, jednak główną przyczyną były czynniki kalendarzowe, a mianowicie mniejsza niż przed rokiem liczba dni roboczych. Produkcja przemysłu spadła w kwietniu o 0,6% r/r wobec wzrostu o 11,1% r/r w marcu, kiedy efekt dni roboczych był pozytywny. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w solidnym tempie 4,0% r/r, wobec 7,9% r/r w marcu. W maju dni robocze będą miały ponownie pozytywny wpływ na roczną dynamikę produkcji, dlatego szacujemy ją na poziomie 7,0% r/r. Koniunktura w przemyśle jest w naszej ocenie pozytywna i nie zmienia tego zaskakujący spadek indeksu PMI w maju. Odczyt na poziomie 52,7 pkt. (wobec 54,1 pkt. w kwietniu) oznacza najniższy wzrost aktywności od sześciu miesięcy. W porównaniu z poprzednim miesiącem wyhamowała wielkość produkcji, liczba nowych zamówień oraz poziom zatrudnienia. Obniżył się też poziom zapasów. Dane były w pewnej sprzeczności z bardzo dobrymi odczytami indeksów koniunktury dla strefy euro (zwłaszcza dla Niemiec, gdzie indeks Ifo był najwyższy w historii). Nieco słabsze od oczekiwań były także kwietniowe wyniki produkcji budowlano-montażowej, która wyhamowała do 4,3% r/r z 17,2% r/r w marcu. Także w tym wypadku niekorzystnie działał czynnik kalendarzowy, a eliminując wpływ czynników sezonowych wzrost produkcji budowlanej wyniósł solidne 9,2% r/r. Wpisuje się to w scenariusz dalszej odbudowy inwestycji, współfinansowanych ze

Pomimo gorszych niż w poprzednim miesiącu danych za kwiecień, oczekujemy, że wzrost gospodarczy w Q2 utrzyma się na poziomie zbliżonym do Q1

W marcu, na rachunku bieżącym bilansu płatniczego odnotowano deficyt 738 mln EUR

Po Q1 2017r. rachunek bieżący był zrównoważony

Warunki na rynku pracy ulegają nieprzerwanej poprawie, a stopa bezrobocia osiąga nowe minima

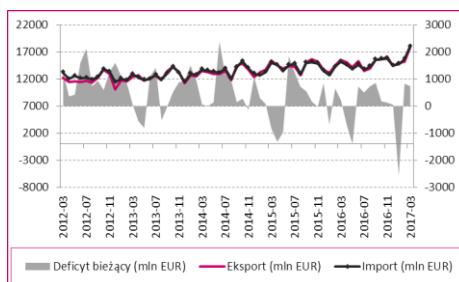
środków unijnych. Zwłaszcza, że najsilniejsze wzrosty produkcji zanotowały przedsiębiorstwa dla których podstawowym rodzajem działalności są roboty budowlane specjalistyczne (+ 14,0% r/r) oraz budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+7,8%). Szacujemy, że w maju produkcja wzrosła o 9,9% r/r.

Realna dynamika sprzedaży detalicznej wyniosła w kwietniu w 6,7% r/r wobec 7,9% r/r w marcu. W kwietniu mniejsza liczba dni handlowych zneutralizowała korzystny efekt Świąt Wielkanocnych, które w tym roku przypadły na kwiecień powodując silny wzrost sprzedaży żywności. Perspektywy konsumpcji pozostają bardzo dobre. Spadające bezrobocie, poprawa nastrojów konsumentów oraz wzrost dochodów realnych będą wspierać konsumpcję w kolejnych kwartałach.

Pomimo gorszych niż w poprzednim miesiącu danych za kwiecień, oczekujemy, że wzrost gospodarczy w Q2 utrzyma się na poziomie zbliżonym do Q1. Motorem pozostanie konsumpcja, oczekujemy też dodatkowej dynamiki inwestycji począwszy od Q2. Nieznaczne spowolnienie dynamiki PKB, ze względu na czynniki bazowe w konsumpcji (efekt 500+), możliwe jest w drugiej połowie tego roku. Niemniej jednak utrzymanie wzrostu PKB w całym roku na poziomie zbliżonym do 4% wydaje wysoce prawdopodobne.

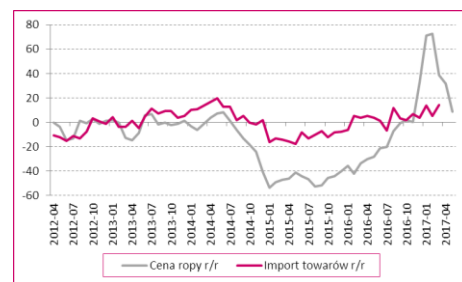
W marcu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego odnotowano deficyt 738 mln EUR. Saldo wymiany towarowej było ujemne, równe -218 mln EUR. Import towarów, wspierany przez solidny popyt krajowy (zwłaszcza konsumpcyjny) oraz rosnące w ujęciu rok do roku ceny ropy naftowej, zwiększył się o 18,9% r/r, eksport był natomiast o 14,9% wyższy niż przed rokiem. Na dynamikę eksportu wpływa dobra koniunktura w strefie euro, która jest naszym głównym partnerem handlowym oraz poszukiwanie nowych rynków zbytu. Dane o handlu zagranicznym za marzec były też, podobnie jak wszystkie pozostałe dane za ten miesiąc, pod wpływem większej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Saldo usług było w marcu tradycyjnie dodatnie, równe 1,037 mld EUR, a eksport usług kontynuował solidne wzrosty związane z tworzeniem w ostatnim czasie w naszym kraju nowych centrów usługowych. Saldo dochodów pierwotnych, równe -1,511 mld EUR, było nieco niższe niż przed rokiem, odzwierciedlając ujemne saldo dochodów z inwestycji.

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



Źródło: Datastream

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



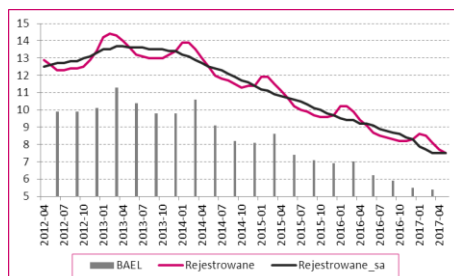
Źródło: Datastream

W ujęciu płynnego roku po Q1 2017r. saldo rachunku bieżącego wyniosło -155 mln PLN, był on więc niemal zrównoważony, po tym jak w 2016r. deficyt bieżący wyniósł -0,3% PKB. Gospodarka znajduje się więc w stanie zewnętrznej równowagi. Dane pokazują solidny napływ środków w ramach rachunku kapitałowego (głównie fundusze strukturalne UE), który w ciągu minionych 12 miesięcy wyniósł 11,4 mld PLN. Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego stanowiło natomiast po Q1 0,6% PKB. Oczekujemy, że saldo rachunku bieżącego ulegnie w kolejnych miesiącach cyklicznemu pogorszeniu, w miarę przyspieszenia popytu krajowego i wzrostu importu, jednak pozostanie na bardzo komfortowym poziomie.

Warunki na rynku pracy ulegają nieprzerwanej poprawie, a stopa bezrobocia osiąga nowe minima. Wg szacunków MRPiPS stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do nowego najniższego poziomu od czasu transformacji ustrojowej i wyniosła 7,5% wobec 7,7% w kwietniu. Odczyt był o 1,6 pkt. proc. niższy niż przed rokiem. W ostatnich miesiącach tempo spadku bezrobocia nieco osłabło, co nie dziwi biorąc pod uwagę jego bardzo niski poziom, po odsezonowaniu stopa wyniosła 7,5% wobec 7,6% w kwietniu. Wg bardziej szczegółowych danych za kwiecień, w ujęciu rok do roku liczba nowych bezrobotnych oraz liczba bezrobotnych wyrejestrowanych (w tym z tytułu

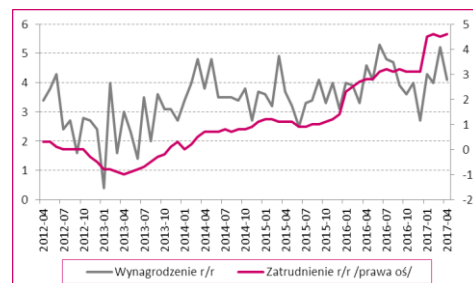
podjęcia pracy). Po raz pierwszy od przeszło dwóch lat liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca była niższa niż przed rokiem.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Bezrobocie na podstawie badania BAEL spadło w Q1 do najniższego w historii poziomu 5,4% z 5,5% w Q4 2016r

Osobne dane kwartalne pokazały, że bezrobocie na podstawie badania BAEL spadło w Q1 do najniższego w historii poziomu 5,4% z 5,5% w Q4 2016r. Jednocześnie stopa zatrudnienia utrzymała się na rekordowym poziomie 53,2%, podczas gdy z reguły w pierwszym kwartale spadała. Jest to konsekwencją najwyższego od dwóch lat wzrostu zatrudnienia, o 1,7% r/r po wzroście o 0,3% r/r w Q4 2016r. Obecna sytuacja na rynku pracy jest bardzo dobra dla pracowników, a firmy zgłaszają rosnące problemy z znalezieniem odpowiednich pracowników. Wg danych GUS, liczba wolnych miejsc pracy wyniosła w końcu Q1 119,5 tys. i była wyższa o 53,2% wyższa niż w Q4 oraz o 33,4% wyższa niż przed rokiem. Najwięcej wolnych miejsc pracy zanotowano w jednostkach prowadzących działalność w zakresie przetwórstwa przemysłowego (25,1%), budownictwa (15,8%) oraz handlu. Firmy najczęściej poszukiwały robotników przemysłowych i rzemieślników (30,2%), specjalistów (15,5%), a także operatorów i monterów maszyn i urządzeń (14,7%). Tak jak pisaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym, barierą braku pracowników zgłasza w Q2 rekordowy odsetek przedsiębiorstw przemysłowych. W innych gałęziach gospodarki brak pracowników nie jest tak dotkliwy jak w 2007r. (dane dla handlu obejmują okres po 2010r.) , jednak widać wzrost natężenia występowania tej bariery rozwoju w ostatnich dwóch latach, co sugeruje możliwość pojawienia się presji płacowej.

Obecnie, napięcia na rynku pracy łagodzi napływ migrantów, głównie Ukraińców

Obecnie, napięcia na rynku pracy łagodzi napływ migrantów, głównie Ukraińców. Przypomnijmy, że wg danych MRPIPS rok 2016 był rekordowy zarówno pod względem liczby wydanych zezwoleń na pracę dla cudzoziemców (ponad 127 tys., wzrost o 94%), jak i zarejestrowanych oświadczeń o zamiarze powierzenia pracy cudzoziemcowi (ponad 1,3 mln, wzrost o 68%). Także w pierwszych dwóch miesiącach 2017 r. kontynuowany był wzrost liczby wydawanych zezwoleń (wzrost o 100% r/r) i rejestrowanych oświadczeń (wzrost o 44% r/r). Wzrasta też liczba cudzoziemców zgłoszonych do polskiego systemu ubezpieczeń społecznych (obecnie ok. 1,9% ogółu ubezpieczonych). Wg danych ZUS w Q1 2017r. ubezpieczeniem emerytalno-rentowym objętych było 330,3 tys. cudzoziemców, o 50% więcej niż przed rokiem (dwa razy tyle co w Q2 2015r.). Są oni niewątpliwym wsparciem dla FUS, którego deficyt w 2018r. wzrośnie o ok. 10 mld PLN za sprawą obniżki wieku emerytalnego. Obecnie niewiadomą jest zachowanie pracowników z Ukrainy po wprowadzeniu ruchu bezwizowego. 11 maja Rada Unii Europejskiej ostatecznie zgodziła się na zniesienie wiz dla obywateli Ukrainy. Aby dostać się do krajów Wspólnoty, Ukraińcy muszą mieć paszport biometryczny, który posiada 3 mln obywateli. Ruch bezwizowy został uruchomiony 11 czerwca. Istnieją obawy, że spowoduje to odptyw pracujących w Polsce Ukraińców do Niemiec. Nasz bazowy scenariusz nie zakłada, że to zjawisko będzie masowe. Atutem Polski jest bliskość geograficzna, kulturowa i rozwinięte sieci migracyjne. Nie bez znaczenia jest też łatwość podejmowania w Polsce legalnego zatrudnienia. Niemcy natomiast mogą zaoferować znacznie wyższe zarobki.

Napływ pracowników z zagranicy jest jedną z przyczyn utrzymywania się umiarkowanej dynamiki płac

Napływ pracowników z zagranicy jest jedną z przyczyn utrzymywania się umiarkowanej dynamiki płac, pomimo rekordowo niskiego bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyhamowało w kwietniu do 4,1% r/r z 5,2% r/r w marcu, kiedy dane były zawyżone przez wypłatę premii w górnictwie. Innym czynnikiem odpowiedzialnym za wyhamowanie dynamiki w porównaniu z poprzednim miesiącem była mniejsza niż przed rokiem liczba dni roboczych, podczas gdy w marcu efekt był pozytywny. W danych o przeciętnym wynagrodzeniu widać skutki marcowych i

Makro i rynek

raport miesięczny

Po wyraźnym przyspieszeniu na przełomie roku, napięcia inflacyjne w gospodarce nieco osłabły

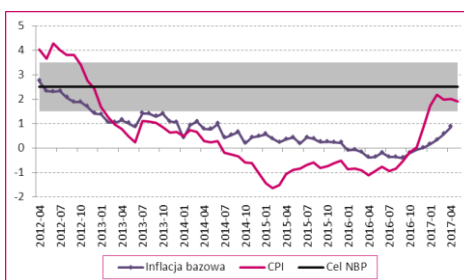
W kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowego przyspieszania inflacji bazowej

kwietniowych podwyżek w sieciach handlowych. W naszej ocenie tempo wzrostu płac prawdopodobnie przyspieszy, w reakcji na narastające problemy ze znalezieniem pracowników i nasilenie się żądań płacowych. Jednak w danych nie widać oznak narastania presji płacowej, zwłaszcza gdy weźmie się pod uwagę inflację, która ogranicza siłę nabywczą wynagrodzenia.

Po wyraźnym przyspieszeniu na przełomie roku, napięcia inflacyjne w gospodarce nieco osłabły. Inflacja w kwietniu utrzymała się na marcowym poziomie 2,0% r/r. Ceny paliw spadły w ciągu miesiąca o 0,9% a ich roczna dynamika obniżyła się do 14,4% z 18,1% w marcu. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych utrzymały się na poziomie z marca, co ograniczyło ich roczny wzrost do 2,8% z 3,1% w marcu. W ciągu miesiąca nastąpiło natomiast przyspieszenie inflacji bazowej. Wskaźnik po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł do 0,9% r/r wobec 0,6% r/r w marcu. Było to związane z przyspieszeniem rocznego wzrostu cen w kategorii rekreacja i kultura do 2,4% r/r z 1,1% r/r. Jest to skutkiem niskiej bazy z kwietnia 2016r., kiedy wprowadzono nowe, niższe cenniki operatorów telewizji kablowych. Wyraźnie wzrosły też ceny w transporcie (bilety lotnicze). Inflacja CPI spadła w maju do 1,9% r/r z 2,0% r/r w kwietniu. Wg naszego szacunku inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się na poziomie 0,9% r/r. Zaskakujące przyspieszenie rocznego wzrostu cen łączności zostało zniwelowane przez spadek wzrostu cen związanych ze zdrowiem. Ceny paliw spadły o 2,0% m/m, ceny żywności były natomiast o 0,8% wyższe niż w kwietniu. Wzrost cen żywności był konsekwencją przede wszystkim wzrostu cen owoców, które były o 5,8% wyższe niż przed miesiącem, w efekcie majowych mrozów, które zniszczyły krajowe uprawy truskawek, wczesnych wiśni, czereśni i moreli.

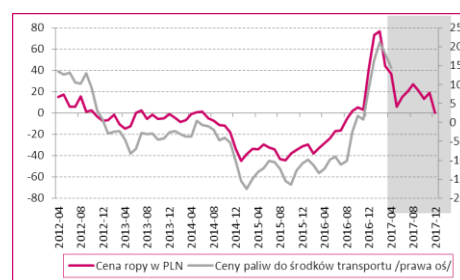
W kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowego przyspieszania inflacji bazowej, za sprawą wzrostu wynagrodzeń i utrzymywania się dobrej koniunktury w gospodarce, jednak nie oczekujemy, żeby przekroczyła ona w tym roku 1,5% r/r. Przy założeniu stabilizacji cen ropy naftowej, ceny paliw nie będą już podwyższały rocznego wskaźnika inflacji. W kierunku wzrostu wskaźnika CPI będą zapewne działały ceny żywności, odzwierciedlając trendy na rynku globalnym (wzrost indeksu FAO, za sprawą cen nabiału, mięsa i tłuszczów) oraz krajowe w cenach owoców i warzyw. W naszej ocenie inflacja w br. nie przekroczy celu inflacyjnego ustalonego na poziomie 2,50%.

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

Spadek presji kosztowej widoczny jest we wskaźniku cen produkcji sprzedanej przemysłu

Spadek presji kosztowej widoczny jest we wskaźniku cen produkcji sprzedanej przemysłu. Inflacja PPI wyhamowała w kwietniu do 4,3% r/r z 4,8% r/r, co było konsekwencją wyhamowania rocznego wzrostu cen w górnictwie i przetwórstwie. Wg majowego badania PMI, presje cenowe w przetwórstwie osłabły, co było skutkiem drugiego z rzędu spowolnienia inflacji kosztów produkcji. Wg naszego szacunku inflacja PPI wyhamowała w maju do 2,8% r/r.

Stopy procentowe wciąż bez zmian

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Mówiłem wielokrotnie, że ja osobiście zdziwiłbym się, gdybyśmy podwyższali stopy w 2018 r., ale oczywiście mamy pozycję „wait and see”, obserwujemy sytuację, szukamy każdego szczegółu. Zobaczmy jak to będzie. Nie przewiduję gwałtowniejszego wzrostu inflacji”. (07.06.2017)
Grażyna Ancyparowicz	„Według dzisiejszej wiedzy nie ma przesłanek do tego, żeby cokolwiek zmieniać, jeżeli chodzi o poziom stóp procentowych i te narzędzia, które bank centralny stosuje w obszarze polityki monetarnej.” (17.05.2017)
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)
Lukasz Hardt	„Lepiej żeby ujemne realne stopy procentowe skończyły się w przewidywalnym horyzoncie.” (07.06.2017)
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	„Z drugiej strony perspektywa zaostreżenia polityki pieniężnej także wydaje się być odległa. Nie wykluczam, że stopy procentowe nie ulegną zmianie także w całym 2018 roku.” (12.06.2017)
Jerzy Osiatyński	„Jak patrzę na elementy fundamentalne w gospodarce, to nie widzę dobrych przesłanek do zmiany poziomu stóp procentowych w ciągu 12 miesięcy.” (10.05.2017)
Rafał Sura	„Jeśli inflacja będzie oscylować w granicach 2 proc., a gospodarka będzie się rozwijać w obecnym, bądź zbliżonym tempie, to nie widzę podstaw do tego, żeby podwyższać stopy procentowe w najbliższych 3 czy 4 kwartałach.” (24.05.2017)
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	„Nie ma w naszej gospodarce przesłanek, by podwyższaniem stóp procentowych studzić gospodarkę. Nie jest ona tak rozgrzana.” (17.05.2017)

Źródło: PAP

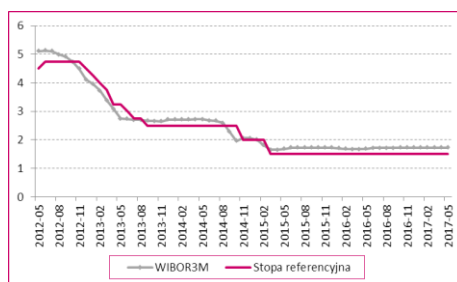
POLITYKA PIENIĘŻNA

Krajowa polityka pieniężna nie dostarcza w ostatnich miesiącach wielu emocji. Od poprzedniego miesięcznika odbyły się dwa posiedzenia RPP (posiedzenie majowe było przesunięte na połowę miesiąca), jednak ich wynik i komunikat były niemal identyczne.

W czerwcu Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, utrzymując stopę referencyjną na 1,50%. Rada podtrzymała nieformalne neutralne nastawienie w polityce pieniężnej, nie widać też zmian w wymowie komunikatu w porównaniu z posiedzeniem majowym, które odbyło się 3 tygodnie wcześniej.

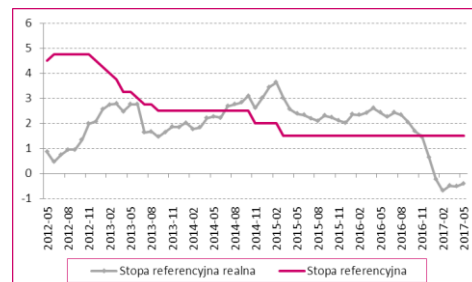
Rada ocenia swoją sytuację jako komfortową. Jedyną rysą wydaje się struktura wzrostu w Q1, w szczególności ujemna dynamika inwestycji. Prezes NBP A. Glapiński powtórzył, że zdziwiłby go wzrost poniżej 4,0% w całym bieżącym roku. Lukasz Hardt, również obecny na konferencji, ocenił, że wzrost na poziomie 3,8% wydaje się w tym roku pewny. W komunikacie Rada ponownie zawarła stwierdzenie, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie, a inflacja bazowa, pomimo stopniowego wzrostu, pozostaje niska.

Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [%]



Źródło: Datastream

Wykres 10 Stopa referencyjna realna i nominalna [%]



Źródło: Datastream, obliczenia własne

W naszej ocenie, na ewentualne zmiany nastawienia może mieć wpływ lipcowa projekcja PKB i inflacji, jednak wydaje się, że w RPP utrzymuje się większość zwolenników stabilizacji stóp procentowych. Prezes Glapiński powtórzył, że zdziwiłaby go konieczność podnoszenia stóp w 2018r. Obecnie Rada nie widzi żadnego zagrożenia wynikającego z rynku pracy. RPP nie wydaje się też specjalnie zaniepokojona przedłużającą się perspektywą utrzymywania się ujemnych stóp procentowych. Lukasz Hardt stwierdził, że zaniepokoiłoby go dopiero, gdyby horyzont utrzymywania się ujemnych stóp procentowych wydłużył się poza 2018r. Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający stabilizację stóp w najbliższych kwartałach.

W 2017r. utrzymuje się bardzo dobra sytuacja budżetu centralnego

Po kwietniu utrzymał się solidny wzrost wpływów z tytułu VAT i podatku od gier

Założenia makro do budżetu na 2018r. są optymistyczne, ale nie niemożliwe do zrealizowania

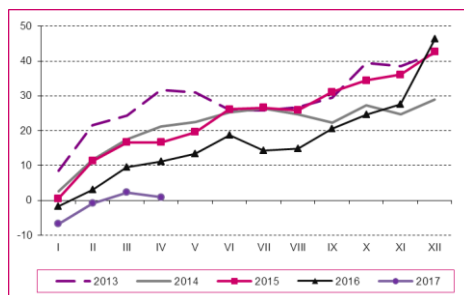
POLITYKA FISKALNA

W 2017r. utrzymuje się bardzo dobra sytuacja budżetu centralnego. Wg szacunkowego wykonania, deficyt po kwietniu wyniósł zaledwie 868 mln PLN, co było drugim najlepszym wynikiem o tej porze roku w historii. W ciągu miesiąca budżet odnotował nadwyżkę w kwocie 1,4 mld PLN.

Po kwietniu utrzymał się solidny wzrost wpływów z tytułu VAT i podatku od gier (33,5% r/r), który jest wspierany przez rosnącą konsumpcję i uszczelnienie systemu podatkowego. Solidnie wzrosty odnotowały też podatki dochodowe. Jednocześnie wydatki pozostają pod kontrolą i po kwietniu były o 1,2% wyższe niż przed rokiem, i to pomimo faktu, że w pierwszym kwartale 2016r. nie wypłacano jeszcze środków w ramach Rodzina 500+. Od początku roku wyraźnie spadają koszty obsługi długu publicznego.

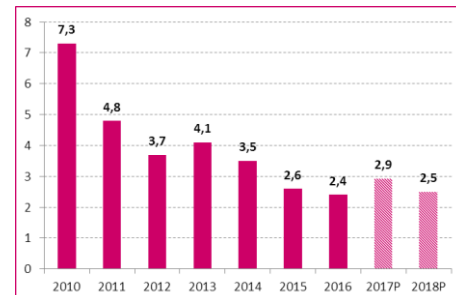
Wg informacji prasowych powołujących się na anonimowe źródło w Ministerstwie Finansów, resort liczy, że z VAT w 2017 pozyska 151 mld PLN wobec 143,5 mld PLN zapisanych w ustawie budżetowej. Oznaczałoby to wzrost o ok. 20% w porównaniu z faktycznym wykonaniem za 2016r. Warto jednak podkreślić, że z 24 mld PLN planowanego wzrostu wpływów z VAT, 5 mld jest konsekwencją niższych zwrotów VAT w styczniu i lutym. Lepsze wykonanie VAT, obok zysku NBP, będzie czynnikiem odpowiedzialnym, za wyraźnie niższe od planu wykonanie deficytu budżetowego w całym roku. Szacujemy, że deficyt może być o przynajmniej 15 mld PLN niższy niż całoroczny plan na poziomie 59 mld PLN. Nie spodziewamy się natomiast, aby deficyt sektora finansów publicznych wg ESA 2010 był wyraźnie niższy niż 3,0% PKB. Zysk NBP nie ma wpływu na tę kategorię, ponadto w samym planie budżetowym na ten rok znajdują się m.in. wpływy z zawieszonoego podatku handlowego w kwocie 1,2 mld PLN, mniejsze niż założono mogą być też naturalne oszczędności w wydatkach. Oczekiwany przez nas wzrost aktywności inwestycyjnej w br. może z jednej strony ograniczyć wpływy z CIT, z drugiej przyczynić się do wysokiego deficytu w sektorze samorządów.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

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

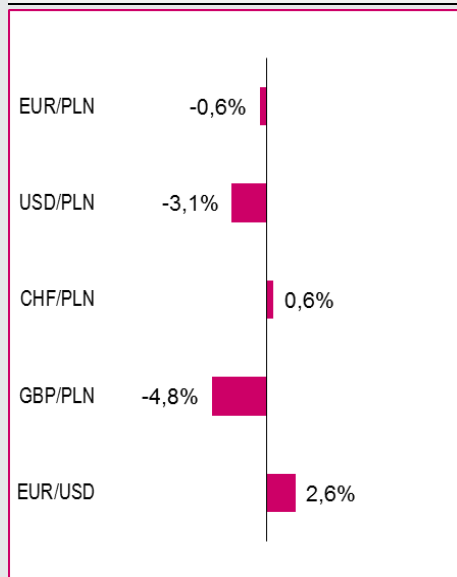


Źródło: MinFin APK

Rada Ministrów przyjęła założenia do projektu budżetu państwa na 2018 r., ze wzrostem PKB na poziomie 3,8% i inflacją na poziomie 2,3%. Założenia te są w naszej ocenie optymistyczne, ale nie niemożliwe do zrealizowania. Rząd zapowiada, że budżet, który ma sprzyjać wzrostowi gospodarczemu, nie naruszy stabilności finansów publicznych. W szczególności respektowane będą przepisy unijne i ograniczenie deficytu poziomem 3,0% PKB oraz krajowa reguła wydatkowa. W dokumencie zapisano, że w 2018 r. stawki VAT pozostaną na poziomach obowiązujących w 2017 r. Jednocześnie w 2018 r. spodziewane są wpływy z zawieszonoego obecnie podatku od handlu detalicznego. Poważnym źródłem poprawy wpływów podatkowych ma być, podobnie jak w tym roku, uszczelnienie systemu podatkowego. Skuteczność podejmowanych przez rząd działań nie jest do końca jasna, ze względu na zmiany przepisów i przesunięcia zwrotów na przełomie 2016 i 2017r. W naszej ocenie, utrzymanie celu fiskalnego może być trudne, głównie ze względu na koszty obniżki wieku emerytalnego, które w 2018r. wg szacunków ZUS mogą zwiększyć deficyt FUS o 10 mld PLN.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

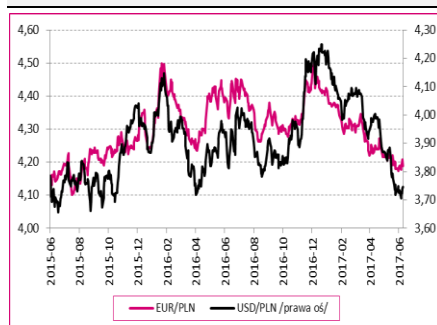
Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

Maj był miesiącem łagodnej aprecjacji polskiej waluty względem euro. Źródłem umocnienia złotego był wzrost apetytu na ryzyko wywołany wynikami wyborów prezydenckich we Francji, gdzie centrysta E.Macron wygrał z eurosceptyczną kandydatką skrajnej prawicy. W maju pozytywny wpływ na wartość złotego miały także czynniki krajowe. Agencja Moody's utrzymała rating Polski na poziomie A2 oraz - co było pewnym zaskoczeniem - podniosła jego perspektywę do stabilnej z negatywnej. Reakcją było zejście notowań EUR/PLN do poziomu 4,16 tj. minimum z sierpnia 2015 roku. W omawianym okresie aprecjacja złotego była spójna z zachowaniem pozostałych walut emerging markets. Kurs EUR/CZK ustanowił najniższy poziom od momentu uwolnienia kursu w połowie kwietnia. Z kolei miesięczne tempo aprecjacji forinta w maju było najszybsze w tym roku. Wzrost wartości złotego oraz pozostałych walut regionu czasowo zakłóciły wydarzenia w Stanach Zjednoczonych. Informacje, jakoby D.Trump dopuścił się przestępstwa naciskając na byłego już szefa FBI, by ten zakończył jedno ze śledztw uruchomiły lawinę spekulacji na temat możliwego impeachmentu przyczyniając się do pogorszenia sentymentu, a tym samym spadku zainteresowania walutami rynków wschodzących oraz dolarem. Za sprawą zmian na rynkach globalnych ciekawy przebieg miały w maju notowania pozostałych par złotych. Kurs USD/PLN na poziomie 3,70 ustanowił minimum z października 2015 roku. Z kolei poziom 3,80 w notowaniach CHF/PLN to dno ze stycznia 2015 roku tj. momentu, gdy bank centralny Szwajcarii zdecydował o zakończeniu utrzymywania minimalnego poziomu wymiany pary EUR/CHF.

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

Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w nadchodzących tygodniach jest stabilizacja kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,19

Mimo, iż w naszej ocenie obecnie mamy do czynienia z sytuacją zdyskontowania znaczącej ilości pozytywnych informacji dla polskiej waluty, to globalny apetyt na ryzyko nie pozwala na wyprowadzenie korekty w notowaniach EUR/PLN. Z tego powodu w naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w nadchodzących tygodniach jest stabilizacja kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,19. Czynnikiem, który mógłby spowodować powrót 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 zaostrzenia retoryki Rady Polityki Pieniężnej począwszy od lipca. Mimo, iż rynkowo nawet niewielka zmiana nastawienia części przedstawicieli Rady mogłaby wywołać aprecjację złotego, to nie uważamy natomiast by był to wystarczający argument, by rozpocząć dyskontowanie zacieśniania polityki pieniężnej, którego spodziewamy się dopiero w 2018 roku. W kierunku mocniejszego złotego przemawiałyby także ewentualne zmiany w nastawieniu największych banków centralnych tj. amerykańskiej Rezerwy Federalnej i Europejskiego Banku Centralnego. W naszej ocenie mimo, iż nie oczekujemy zmian w retoryce wymienionych banków, to większe ryzyko łagodniejszej postawy, w świetle niedawnych słabszych danych, towarzyszy decyzjom Fed. Większe prawdopodobieństwo przypisujemy natomiast czynnikom, które w średnim terminie mogą skutkować zmniejszeniem zaangażowania inwestorów w polską walutę. W trzecim kwartale tego roku wybory parlamentarne w Niemczech i obawy towarzyszące przyszłorocznemu budżetowi mogą stanowić czynniki ryzyka dla wartości złotego. O ile w przypadku Niemiec przeciwnicy A.Merkel nie są takimi eurosceptykami, jak choćby M.Le Pen w przypadku francuskich wyborów, to bez wątpliwości wybory w czołowym kraju strefy euro będą przykuwały uwagę inwestorów.

Maj był miesiącem dynamicznego wzrostu cen SPW

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

VI 2016			VI 2017	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
09.06.16	OK108/DS0726	4,0		
09.06.17			OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727/ WS0447	3,0
22.06.17			przetarg zamiany	

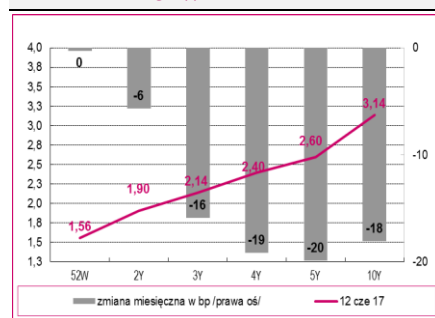
Źródło: MinFin

Mogą one ponadto sprzyjać zamachom terrorystycznym, co czasowo może zaburzać ścieżkę EUR/PLN. Źródłem presji na spadek wartości mogą okazać się ponadto decyzje administracji D.Trumpa, w szczególności uderzenie w protekcyjnistyczne tony.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

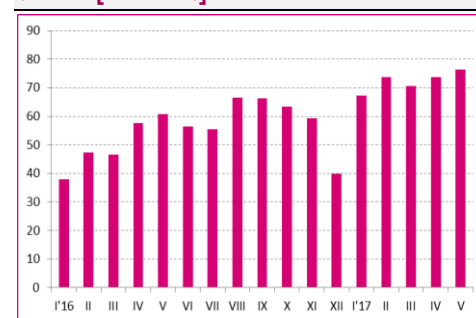
Maj był miesiącem dynamicznego wzrostu cen skarbowych papierów wartościowych. Mimo, iż siedmiomiesięczne minimum rentowności udało się wyznaczyć wzdłuż całej krzywej ze względu na sprzyjający sentyment globalny, to zniżka nie byłaby możliwa bez udziału czynników krajowych. Za najważniejsze wydarzenia dla wyceny SPW w ubiegłym miesiącu uznać należy decyzję agencji Moody's o podwyższeniu perspektywy ratingu Polski, nieznacznie wyższy od oczekiwań wzrost gospodarczy w pierwszym kwartale oraz dobre wykonanie budżetu po kwietniu. Z uwagi na fakt, iż deficyt po czterech miesiącach ukształtował się na poziomie 1,5% planu i zamknął się w kwocie 0,9 mld PLN, a realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych sięgnęła 66%, resort finansów zdecydował o znaczącym ograniczaniu przetargów w kolejnych miesiącach. W maju MinFin nie miał problemu z uplasowaniem obligacji OK0419, PS0422, WZ1122, WZ0126, DS0727 za łącznie 3 mld PLN, choć według pierwotnych założeń plan podaży zakładał sprzedaż nawet o 2 mld wyższą. Popyt inwestorów wyniósł natomiast 6,86 mld PLN. Aukcja uzupełniająca nie została zorganizowana. Pod wpływem wymienionych wyżej czynników dochodowość 10-latkı zmalała w pierwszych dniach czerwca do poziomu 3,17% wobec 3,50% miesiąc wcześniej i 4,00% na koniec stycznia. W przypadku 5-latkı rentowność obniżyła się do 2,62%, choć na początku maja wynosiła 30 bps więcej. Tradycyjnie najbardziej stabilny był krótki koniec krzywej, jednak i tu zaobserwowano zniżkę dochodowości. Ponownie źródłem mniejszych wahań niż w przypadku pozostałych benchmarków był wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, które zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych oraz retoryki komunikatu. Prezes NBP powtórzył, iż być może koszt pieniądza pozostanie stabilny w tym i przyszłym roku.

Wykres 16 Miesięczna zmiana rentowności SPW



Źródło: Macrobond

Wykres 17 Stan środków na rachunku MinFin [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Dopuszczamy możliwość kontynuacji trwającego od pół roku spadkowego trendu dochodowości - głównie w wyniku czynników krajowych

Spadki rentowności na rynku krajowym były bardziej dynamiczne aniżeli zmiany na rynku niemieckiego długu. Majowa zniżka dochodowości Bunda była zdecydowanie mniejsza, co w konsekwencji doprowadziło do zawężenia się spreadu pomiędzy polską, a niemiecką 10-latką. Po raz pierwszy od połowy listopada wyniósł on 285 bps i na takim poziomie utrzymuje się do chwili obecnej.

Jednym z powodów napływu kapitału zagranicznego na polski rynek jest dobra sytuacja makroekonomiczna, która w naszej ocenie ma szansę kontynuacji także w kolejnych kwartałach. Z jednej strony wyższe dynamiki PKB i inflacji mogą odprowadzić do podwyżki stóp procentowych, co będzie negatywnie oddziaływać na rynek długu. Z drugiej zaś, te same czynniki oznaczają wyższe wpływy do budżetu oraz niższy deficyt i w konsekwencji niższą podaż obligacji. W średnim terminie spodziewamy się przewagi znaczenia drugiej opcji. Tym bardziej, iż zgodnie z informacją Ministerstwa Finansów, poziom sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto wyniósł na koniec maja ok. 66%, przy stanie płynnych środków ok. 76 mld PLN. O ile poziom finansowania można uznać za porównywalny z ubiegłymi latami, to stan na rachunku Ministerstwa Finansów pozytywnie wyróżnia ten rok od poprzednich, co w oczywisty sposób sprzyjać będzie ograniczaniu potrzeb, w szczególności w obliczu wspomnianych

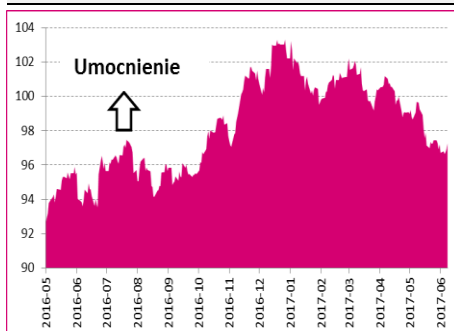
wcześniej dobrych wyników budżetu centralnego. Pod koniec roku natomiast uważamy, iż coraz wyraźniej akcentowana będzie potrzeba rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych, co generować będzie presję na wzrost rentowności SPW. Z punktu widzenia sytuacji globalnej prawdopodobnie zbiegnie się to z mniej łagodną postawą Europejskiego Banku Centralnego oraz kontynuacją zacieśniania polityki pieniężnej w USA, co również będzie sprzyjać presji na wyżkę dochodowości. Podsumowując dopuszczamy możliwość kontynuacji trwającego od pół roku trendu spadku dochodowości - głównie w wyniku czynników krajowych, ale i globalnemu apetytowi na ryzyko. Po wakacjach spodziewamy się natomiast stopniowego wzrostu rentowności wzdłuż całej krzywej, który w tym roku może zaprowadzić dochodowość 10-latki nawet do poziomu 3,70%, a rentowność krótkiego końca krzywej trwale wynieść powyżej bariery 2,0%.

RYNKI ZAGRANICZNE

Źródłem wzrostu EUR/USD były spekulacje na temat możliwego mniej łagodnego nastawienia EBC w czerwcu

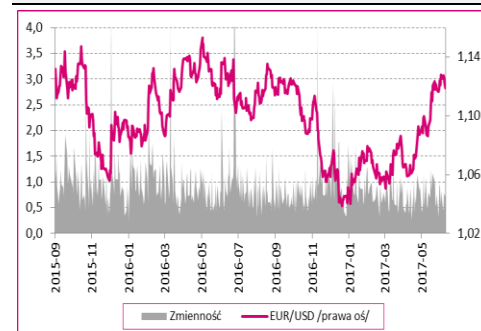
Ubiegły miesiąc zakończył się dynamiczną wyżką notowań eurodolara. Źródłem wzrostu kursu EUR/USD były spekulacje na temat możliwego mniej łagodnego nastawienia Europejskiego Banku Centralnego podczas czerwcowego posiedzenia połączone z zawirowaniami polityczno-gospodarczymi w USA. Negatywnie na wartość amerykańskiej waluty z uwagi na możliwość impeachmentu prezydenta USA przekładały się oskarżenia, jakoby D.Trump dopuścił się przestępstwa naciskając na byłego już szefa FBI, by ten zakończył jedno ze śledztw. W rezultacie kurs EUR/USD wzrósł w maju o cztery centy zawracając z poziomu 1,0850. W maju dynamiczne zmiany towarzyszyły także notowaniom innych głównych par walutowych. Kurs EUR/GBP wzrósł do najwyższego poziomu od połowy marca. Źródłem słabości funta były sondaże wskazujące na topniejącą w szybkim tempie przewagę Partii Konserwatywnej premier Theresy May w czerwcowych wyborach parlamentarnych w Wielkiej Brytanii. Ciekawie prezentowały się także notowania pary EUR/CHF, która w połowie maja wzrosła niemal do poziomu 1,10 tj. najwyższego od września ubiegłego roku. W tym czasie indeks VIX - nazywany indeksem strachu - ustanowił najniższy od 1993 roku poziom.

Wykres 18 Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Macrobond

Wykres 19 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Macrobond

Krótkoterminowy bilans przemawia za co najmniej przejściowym osłabieniem euro

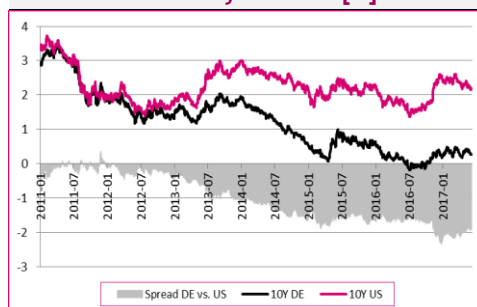
W poprzednim raporcie słusznie wskazywaliśmy na wyczerpywanie się potencjału do wzrostu eurodolara. Mimo, iż zakładaliśmy poziom 1,10 jako tymczasowy kres aprecjacji to notowania ustabilizowały się dwa centy wyżej. Nie zmienia to jednak faktu, iż stabilizacja stała się faktem, a zdyskonotowanie wielu pozytywnych dla wyceny euro informacji (spekulacje na temat zaostrenia retoryki EBC, dobre dane makro) oraz negatywnych dla dolara (możliwe zmniejszenie liczby podwyżek stóp procentowych w tym roku pod wpływem słabszych danych makro, zawirowania polityczne wokół osoby D.Trumpa) sprawiają, iż krótkoterminowy bilans przemawia za co najmniej przejściowym osłabieniem euro. Rozstrzygające w tej kwestii może okazać się czerwcowe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Z dużym prawdopodobieństwem zakończy się ono podwyżką kosztu pieniądza. Kluczowe jest jednak pytanie o nastawienie amerykańskich bankierów centralnych do kolejnych ruchów zaostrenia polityki pieniężnej. Rynek zaczyna bowiem powątpiewać w trzecią tj. zgodną z marcowymi prognozami Fed podwyżkę stóp procentowych w tym roku. W kierunku mocniejszego dolara w nadchodzących tygodniach przemawia ponadto napięta sytuacja na Bliskim Wschodzie, wynik wyborów parlamentarnych w Wielkiej

Brytanii, czy wciąż powracający kryzys bankowy w strefie euro. W czerwcu miała miejsce ratunkowa sprzedaż Banco Popular Espanol, po tym jak agencja ratingowa Moody's obniżyła rating kredytowy banku, a Europejski Bank Centralny stwierdził, że szósty największy bank Hiszpanii może upaść w następstwie pogorszenia się jego sytuacji płynnościowej. Wszystkie te wydarzenia sprzyjają niższe eurodolara w krótkim terminie. W drugiej połowie roku wiele zależeć może od danych napływających ze strefy euro i Stanów Zjednoczonych. Powrót do fundamentów - jako źródła zmienności rynkowej - po okresie podwyższonej zmienności w ostatnich miesiącach wywołanej czynnikami politycznymi (Holandia, Francja, USA, Korea Północna, Wielka Brytania) powinien wpłynąć na zmniejszenie wahań eurodolara i jego bardziej przewidywalny kierunek.

Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego

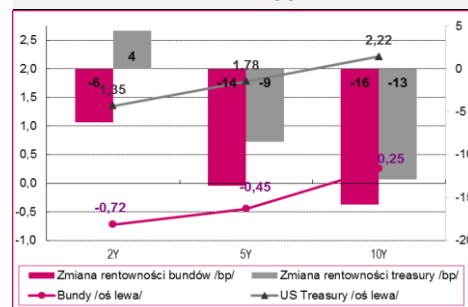
W maju tygodnik der Spiegel wskazał, iż od lipca bieżącego roku Europejski Bank Centralny zacznie przygotowywać rynki do rezygnacji z ultra-luźnej polityki monetarnej. Według nieoficjalnych informacji w połowie roku EBC miałby poinformować, iż negatywne ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro ustąpiły, a na jesieni poda szczegóły planu redukcji programu skupu aktywów, co nastąpi z początkiem 2018 roku. Tygodnik podał również, iż w razie potrzeby EBC może podnieść stopy procentowe na koniec przyszłego roku. Tymczasem czerwcowe posiedzenie banku, podobnie jak i wcześniejsze wypowiedzi prezesa M. Draghiego, przyniosło zapewnienie Rady Prezesów EBC, co do konieczności utrzymywania skupu aktywów w wysokości 60 mld EUR miesięcznie „tak długo aż Rada stwierdzi trwałe dostosowanie ścieżki inflacji odpowiadające celowi inflacyjnemu” tj. co najmniej do końca 2017 roku. Bank co prawda usunął z forward guidance sformułowanie o możliwości obniżki stóp procentowych jednak wyjaśnił przy tym, iż „podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym poziomie”. Fakt, iż „zakupy aktywów netto mają być prowadzone na obecnym poziomie 60 mld euro miesięcznie przez dłuższy okres, zdecydowanie przekraczający horyzont czasowy zakupów aktywów netto”. To jaki będzie pierwszy ruch EBC - wygaszenie programu QE czy podwyżka stóp procentowych - było przedmiotem rynkowych spekulacji. Zmniejszanie programu QE będzie prawdopodobne stopniowe co sprawia, iż termin pierwszej podwyżki stóp procentowych uznajemy za odległy - prawdopodobnie wykraczający ponad 2018 rok. Z tego powodu nie uważamy, aby w najbliższych miesiącach z zastrzeżeniem utrzymania obecnego nastawienia EBC, polityka pieniężna w strefie euro mogła być źródłem zmian w wycenie eurodolara, czy europejskiego długu. Oczekiwania co do kolejnych działań EBC są bowiem dość klarownie rozpisane na wydłużonej ścieżce czasu.

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



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana dochodowości Bunda i UST



Źródło: Reuters

Maj był niezwykle spokojnym miesiącem w notowaniach niemieckiego długu

Ubiegły miesiąc to niezwykle spokojny okres w notowaniach niemieckiego długu. Majowa amplituda wahań Bunda wyniosła bowiem zaledwie 12 bps, a rentowność niemieckiej 10-latki zawierała się w przedziale 0,30 - 0,42%. Nieco ciekawiej wyglądały notowania 2-letniego długu Niemiec. Za sprawą spekulacji na temat możliwej mniej łagodnej retoryki Europejskiego Banku Centralnego podczas posiedzenia w czerwcu dochodowość Schatza ustanowiła tegoroczne maksimum na poziomie -0,64%. Dużo większe wahania towarzyszyły w maju wycenie amerykańskiego długu. Krótki koniec amerykańskiej krzywej poziomem 1,37% zrównał się z marcowym maksimum, gdy był najwyższy od 2009 roku. W drugiej połowie miesiąca jednak dochodowość 2-latki USA obniżyła się pod wpływem słabszego zestawu danych z amerykańskiej gospodarki. W

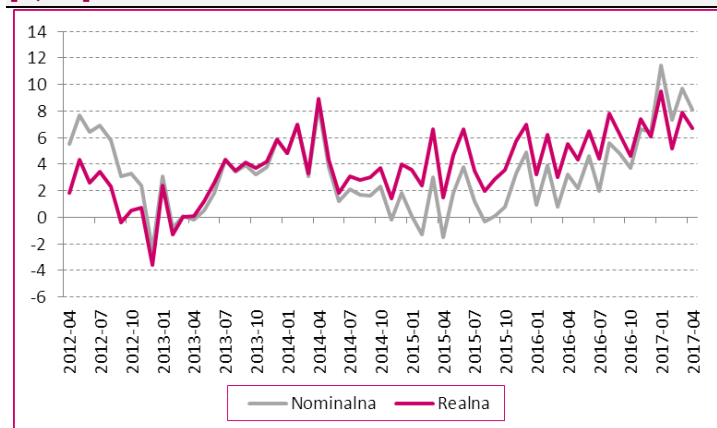
Perspektywy amerykańskiego długu uzależnione od czerwcowego posiedzenia Fed

przypadku 10-latki zniżka spowodowana rozczarującymi danymi między innymi publikacją raportu z rynku pracy w USA za maj skutkowała wyznaczeniem poziomu 2,14% tj. najniższego od listopada. Większa dynamika zmian rentowności UST aniżeli Bunda sprawiła, że w połowie ubiegłego miesiąca spread pomiędzy 10-latką USA, a Niemiec obniżył się do 7-miesięcznego minimum na poziomie 183 bps.

Dość jasno określone perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro (patrz ramka) sprawiają, iż najbardziej prawdopodobnym kierunkiem notowań Bunda będzie trend boczny. Dochodowość niemieckiej 10-latki od siedmiu miesięcy porusza się w przedziale 0,2 - 0,5% i nie oczekujemy, aby najbliższe miesiące miały to zmienić. W naszej ocenie o tym, w którą stronę wskazanego przedziału będą poruszały się notowania niemieckiej 10-latki zadecyduje bieżący sentyment inwestycyjny związany z awersją, bądź apetytem na ryzyko. Ciekawiej prezentują się perspektywy amerykańskiego długu, które mogą zmienić się już podczas czerwcowego posiedzenia Fed. W przypadku potwierdzenia przez Rezerwę Federalną prognoz o trzech podwyżkach stóp procentowych w tym roku w naszej ocenie spotka się to ze wzrostem rentowności. Obecnie bowiem rynek coraz wyraźniej powątpiewa w kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej w drugiej połowie roku pod wpływem rozczarujących danych między innymi z rynku pracy USA.

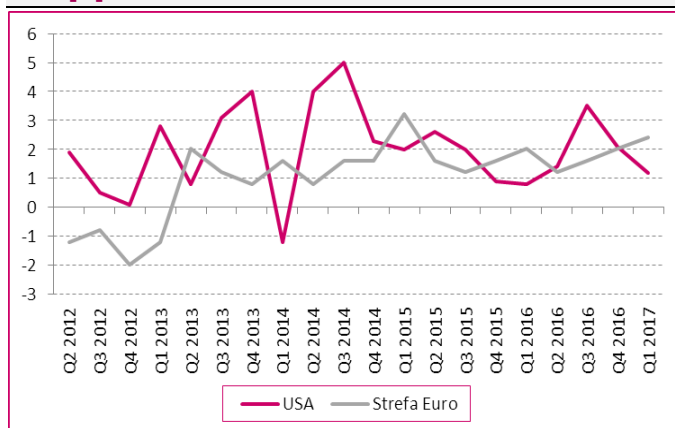
PRZEGLĄD DANYCH

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



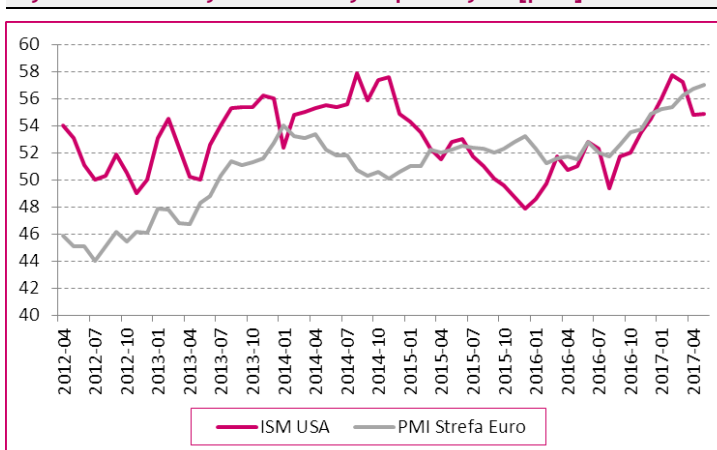
Źródło: Datastream

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



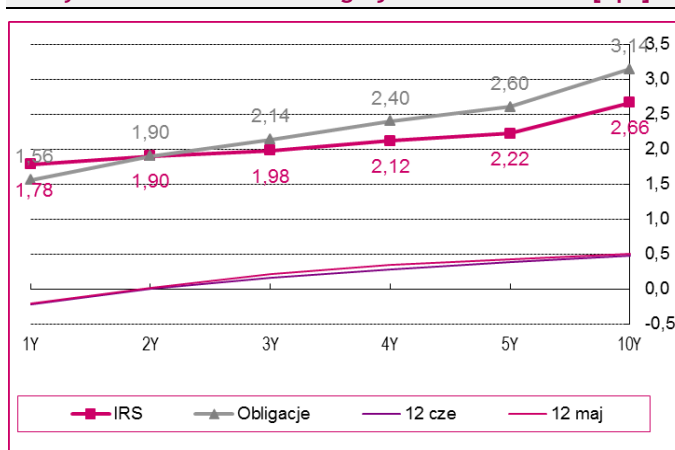
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



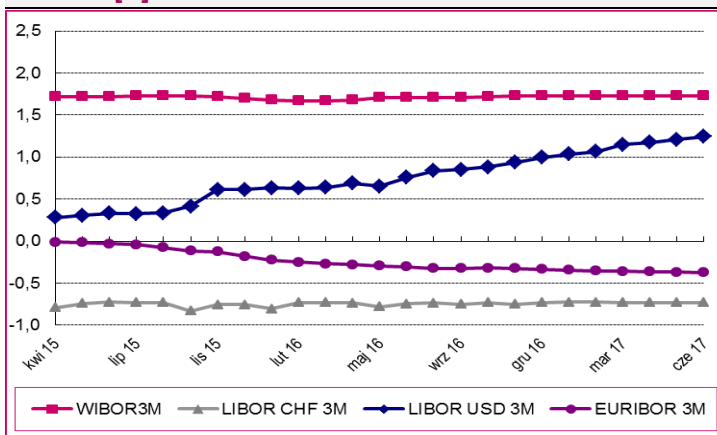
Źródło: Datastream

Wykres 25 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



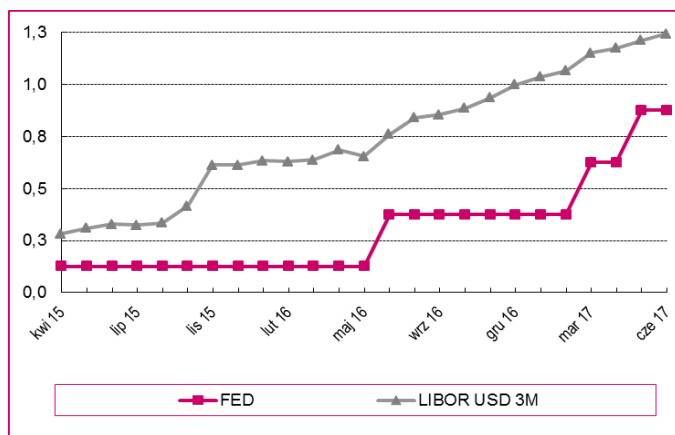
Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,6	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,7
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,9	0,9
Ceny producenta - PPI (% r/r)	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,3	2,8	2,5
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,5	6,2
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6	7,0	2,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	6,3	4,6	7,4	6,1	9,5	5,2	7,9	6,7	9,3	7,2
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-858	-179	-128	-56	2576	-825	-738	-320	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	3,1	-0,5	5,8	5,2	13,9	4,9	14,9	1,5	-	-
Import (EUR, % r/r)	3,5	3,6	6,3	7,1	16,1	9,9	18,9	7,5	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	4,6	4,9
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5
Stopa bezrobocia (%)	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,5	7,2
	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17
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	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,77	1,81	1,96	2,04	2,19	2,22	2,00	1,99	1,92	1,90
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,35	2,51	2,87	2,89	3,17	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,92	3,10	3,65	3,63	3,89	3,82	3,51	3,43	3,24	3,20
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,20
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,80
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,10	1,06	1,05	1,08	1,06	1,06	1,09	1,12	1,11

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	1949,7
PKB (wzrost realny, %)	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	3,8
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	3,9
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3	3,8	4,3
Inwestycje (wzrost realny, %)	0	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	4,2
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,1
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	1,8
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	1,0
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	3,90

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

KALENDARIUM

Czerwiec / Lipiec

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
	13 GE: ZEW PL: bilans handlowy, inflacja bazowa US: inflacja PPI	14 GE: CPI EZ: produkcja przemysłowa, zatrudnienie US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, CPI, sprzedaż detaliczna, decyzja w sprawie stóp procentowych PL: podaż pieniądza M3	15 US: liczba nowych bezrobotnych, produkcja przemysłowa	16 EZ: CPI US: pozwolenia na budowę, liczba nowych budów, indeks uniwersytetu Michigan
19 PL: płace, zatrudnienie	20 GE: PPI PL: sprzedaż detaliczna, PPI, produkcja przemysłowa	21 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	22 US: liczba nowych bezrobotnych PL: opis posiedzenia banku centralnego	23 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI US: wstępny PMI, sprzedaż nowych domów, decyzja Moody's w sprawie ratingu
26 PL: stopa bezrobocia GE: IFO US: zamówienia na dobra trwałego użytku	27 US: indeks CaseShiller, Conference Board GE: sprzedaż detaliczna	28 EZ: podaż pieniądza M3 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż domów na rynku wtórnym	29 GE: CPI US: PKB, konsumpcja prywatna, liczba nowych bezrobotnych	30 EZ: szacunek inflacji, inflacja bazowa PL: CPI US: dochody i wydatki prywatne, inflacja PCE, indeks uniwersytetu Michigan
03 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia US: PMI i ISM w przemyśle	04 EZ: PPI	05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny, zamówienia na dobra trwałego użytku, opis posiedzenia banku centralnego PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	06 GE: zamówienia fabryczne US: raport Challengeera, raport ADP, liczba nowych bezrobotnych, bilans handlowy	07 GE: produkcja przemysłowa PL: stan rezerw NBP US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia PL: decyzja w sprawie stóp procentowych
10 GE: bilans handlowy EZ: Sentix	11 PL: CPI	12 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny, Beżowa Księga Fed PL: inflacja bazowa	13 GE: CPI US: PPI, liczba nowych bezrobotnych	14 EZ: bilans handlowy PL: bilans handlowy US: CPI, produkcja przemysłowa, indeks uniwersytetu Michigan

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

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.millenet.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

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