

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

12 lipca 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

- Po wyraźnym przyspieszeniu w 1Q, kiedy wzrost gospodarczy wzrósł do 4,0% r/r z 2,5% r/r pod koniec roku 2016, dane wysokiej częstotliwości wskazują na stabilizację koniunktury gospodarczej. Już spadek indeksu PMI za maj sygnalizował ostudzenie nastrojów w polskim przemyśle, a jego nieznaczne odbicie w czerwcu do 54,1 pkt. potwierdziło stabilizację koniunktury na poziomie zbliżonym do pierwszego kwartału tego roku. Dalsza poprawa nastrojów widoczna jest natomiast w budownictwie, które korzysta z napływu środków unijnych i odbudowie inwestycji infrastrukturalnych. Biorąc pod uwagę opublikowane dane cząstkowe szacujemy, że w całym drugim kwartale wzrost gospodarczy był zbliżony do wyniku z pierwszych trzech miesięcy tego roku i wyniósł 3,9% r/r. W 2Q br. dynamika inwestycji powinna powrócić do wartości dodatnich i szacujemy ich wzrost o 2,5% r/r. W kolejnych kwartałach wzrost inwestycji przyspieszy ze względu na przede wszystkim odbudowę inwestycji infrastrukturalnych, a także odbicie inwestycji prywatnych przedsiębiorstw. Dane o napływie środków unijnych, spadek depozytów przedsiębiorstw, a także wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych przy wciąż rosnącym popycie, przemawiają za odbudową inwestycji w środki trwałe.
- Lipcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło zmian w ocenie perspektyw krajowej polityki pieniężnej. RPP utrzymała stopy na niezmiennym poziomie i od marca 2015 r. stopa referencyjna pozostaje na rekordowo niskim poziomie 1,50%. Retoryka Rady nie uległa zmianie pomimo wyników nowej projekcji inflacji i PKB, z której wynika, iż w połowie tego roku luka popytowa stanie się dodatnia, czyli wzrost gospodarczy będzie wyższy od tempa wzrostu produktu potencjalnego. To, w połączeniu z przyspieszającą dynamiką płac, która będzie przewyższała dynamikę wydajności, będzie przekładało się na narastanie presji inflacyjnej. W rezultacie inflacja, w tym także inflacja netto będzie stopniowo rosła i w roku 2019 wyniesie 2,5%. Oznacza to, że w horyzoncie projekcji zakłada się ujemne realne stopy procentowe. Prezes Głapiński nie widzi aktualnie ryzyka płynącego z przedłużającego się okresu ujemnych realnych stóp procentowych. Takie stanowisko nie jest jednak podzielana przez całość Rady. Obecni na konferencji prof. Gatnar oraz dr Zubelewicz wyrazili obawy w związku z przedłużającym się okresem ujemnych realnych stóp procentowych, co może mieć potencjalnie niekorzystny wpływ na stabilność makroekonomiczną, w tym na oszczędności.
- Po tym jak na koniec maja kurs EUR/PLN ustanowił poziom 4,16 tj. najniższy od sierpnia 2015 roku czerwiec przyniósł momentami 10-groszowe ostabienie złotego. Presja na spadek wartości złotego oraz pozostałych walut regionu wynikała z niechęci inwestorów do podejmowania ryzyka w obliczu czerwcowych wyborów parlamentarnych w Wielkiej Brytanii, posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, zeznaniom byłego szefa FBI i wzrostowi napięcia na Bliskim Wschodzie. Spadek wartości polskiej waluty pokrywał się ze zmianami na rynkach emerging markets.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA	8
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	9
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH .	10
RYNKI ZAGRANICZNE	11
PRZEGLĄD DANYCH	14
DANE I PROGNOZY	15
KALENDARIUM	16

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	1,00%-1,25%	25-26 lip	1,00%-1,25%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	14 wrz	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	20 lip	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	5-6 wrz	1,50%

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

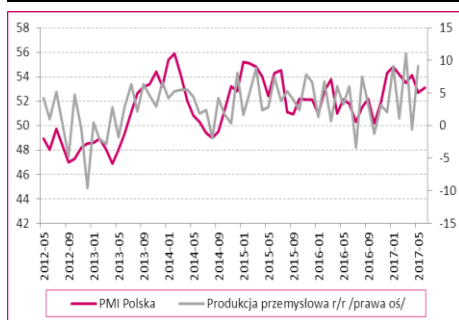
PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Stabilizacja koniunktury gospodarczej w 2Q

Po wyraźnym przyspieszeniu w 1Q, kiedy wzrost gospodarczy wzrósł do 4,0% r/r z 2,5% r/r pod koniec roku 2016, dane wysokiej częstotliwości wskazują na stabilizację koniunktury gospodarczej. Już spadek indeksu PMI za maj sygnalizował ostudzenie nastrojów w polskim przemyśle, a jego nieznaczne odbicie w czerwcu do 54,1 pkt. potwierdziło stabilizację koniunktury na poziomie zbliżonym do pierwszego kwartału tego roku.

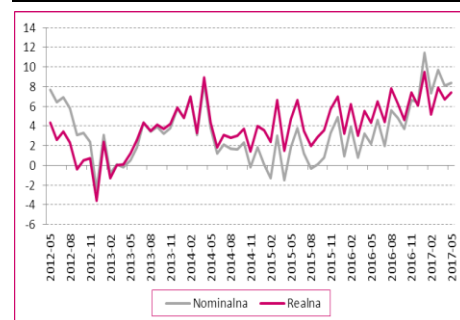
Wpisali się w to także dane o produkcji przemysłowej, która w maju wzrosła o 9,1% r/r wobec spadku o 0,6% r/r w kwietniu. Poprawa wyników przemysłu była spodziewana ze względu na korzystny efekt kalendarzowy i większą liczbę dni roboczych w maju tego roku, podczas gdy w kwietniu czynnik kalendarzowy działał niekorzystnie. Poprawa sytuacji w przemyśle była jednak silniejsza niż tylko czynniki statystyczne, co widoczne było we wzroście produkcji po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym, które wskazały na jej wzrost o 6,5% r/r wobec 4,1% r/r w kwietniu. Wzrosty produkcji miały szeroki zakres i objęły 29 z 34 branż przemysłu, koncentrując się w zarówno w sektora ukierunkowanych na rynki eksportowe, jak również na rynki krajowe. Dynamiczne wzrosty w maju w takich branżach jak produkcja metali (+16,8% r/r), produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (+14,1% r/r), czy produkcja wyrobów z metali (+13,4% r/r) mogą sugerować kontynuację odbudowy inwestycji infrastrukturalnych, co widoczne było także w wynikach produkcji budowlano-montażowej, która w maju zwiększyła się o 8,4% r/r. Także w ich wypadku korzystnie działał czynnik sezonowy, gdyż eliminując ich wpływ produkcja budowlano-montażowa wzrosła o solidne 6,2% r/r, co w stosunku do kwietnia oznacza wyhamowanie wzrostu z 8,2% r/r. Warto przy tym zwrócić uwagę, że najsilniej wzrosła produkcja dla których podstawowym rodzajem działalności jest wznoszenie budynków (+10,7% r/r) oraz firm specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+10,0% r/r). Wskazuje to na dobrą sytuację zarówno w zakresie budownictwa mieszkaniowego (sygnalizowanej też przez dane o liczbie wydanych pozwoleń na budowę oraz liczbie rozpoczętych budów), a także budownictwa infrastrukturalnego, w związku z odblokowaniem inwestycji współfinansowanych z funduszy UE.

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



Źródło: Datastream

Wykres 2 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



Źródło: Datastream

Utrzymują się pozytywne trendy w zakresie konsumpcji prywatnej

Wciąż w solidnym tempie rośnie konsumpcja prywatna, która pozostaje głównym motorem polskiej gospodarki. W maju dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła w ujęciu realnym o 7,4% r/r wobec zwyżki o 6,7% r/r miesiąc wcześniej. W maju rosły wszystkie komponenty sprzedaży detalicznej, w tym także sprzedaż dóbr trwałego użytku. Perspektywy konsumpcji pozostają niezmiennie bardzo dobre, czemu sprzyjają rosnące dochody realne, spadające bezrobocie oraz wyjątkowo optymistyczne nastroje konsumentów. Szacujemy, że w czerwcu sprzedaż detaliczna wzrosła realnie o 7,2% r/r, a w całym 2Q wzrost konsumpcji prywatnej będzie zbliżony do wyniku z 1Q, kiedy wyniósł 4,7% r/r.

Wzrost PKB w 2Q powinien być zbliżony do wyników z 1Q

W gospodarce utrzymuje się pozytywna koniunktura, choć w przemyśle i handlu widoczna jest jej stabilizacja. Wskazują na to indeksy koniunktury GUS, a także PMI. Dalsza poprawa nastrojów widoczna jest natomiast w budownictwie, które korzysta z napływu środków unijnych i odbudowie inwestycji infrastrukturalnych. Biorąc pod uwagę opublikowane dane cząstkowe szacujemy, że w całym drugim kwartale wzrost gospodarczy był zbliżony do wyniku z pierwszych trzech miesięcy tego roku i wyniósł

Oczekujemy utrzymania się wzrostowego trendu inwestycji w środki trwałe

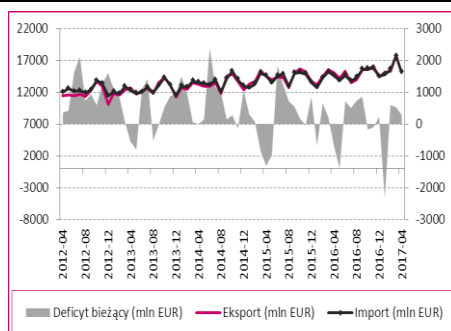
W marcu, na rachunku bieżącym bilansu płatniczego odnotowano deficyt 738 mln EUR

3,9% r/r. Nieznacznie wyhamować powinien także wzrost kwartalny po wyeliminowaniu wahań sezonowych, który w 1Q wyniósł 1,1% kw/kw. Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna, wspierana przez stopniowo odbudowującą się inwestycje. W 2Q szacujemy jej wzrost na poziomie 4,6% r/r, a w drugiej połowie roku powinna nieznacznie wyhamować. Nie zmienia to faktu, że popyt konsumpcyjny pozostanie mocny, wspierany przez rosnące dochody gospodarstw domowych i optymistyczne nastroje konsumentów.

W 2Q br. dynamika inwestycji powinna powrócić do wartości dodatnich i szacujemy jej poziom na 2,5% r/r. W kolejnych kwartałach wzrost inwestycji przyspieszy ze względu na przede wszystkim odbudowę inwestycji infrastrukturalnych, a także odbicie inwestycji prywatnych przedsiębiorstw. Dane o napływie środków unijnych, spadek depozytów przedsiębiorstw, a także wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych przy wciąż rosnącym popycie, przemawiają za odbudową inwestycji w środki trwałe. Pozytywnie na koniunkturę krajową wpłynąć też będą dobre nastroje w gospodarce europejskiej, w szczególności w Niemczech, gdzie wskaźniki koniunktury gospodarczej, w tym indeks PMI dla przemysłu, czy indeks Ifo znajdują się na wieloletnich maksimach. Widać to w utrzymującym się wzroście zamówień eksportowych, na co wskazują polscy przedsiębiorcy w ramach badania PMI.

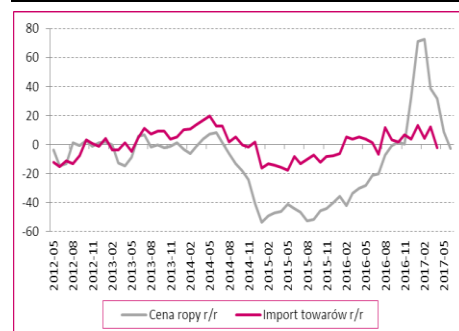
W marcu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego odnotowano deficyt 738 mln EUR. Saldo wymiany towarowej było ujemne, równe -218 mln EUR. Import towarów, wspierany przez solidny popyt krajowy (zwłaszcza konsumpcyjny) oraz rosnące w ujęciu rok do roku ceny ropy naftowej, zwiększył się o 18,9% r/r, eksport 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

Bilans obrotów bieżących zamknął się nadwyżką po 1Q

Kwartalne dane o bilansie płatniczym pokazały, że po pierwszym kwartale rachunek bieżący, w ujęciu płynnego roku, wykazał nadwyżkę równą 0,1% PKB. Był to pierwszy przypadek dodatniego salda odkąd są zbierane dane, czyli od 2004r. Publikowane wcześniej dane miesięczne, które w przypadku bilansu płatniczego mają charakter wstępny, sugerowały, że w analogicznym okresie rachunek bieżący był zrównoważony. Po raz pierwszy w historii polska gospodarka zmniejszyła uzależnienie od zagranicznego finansowania. Tak jak pisaliśmy wcześniej, na poprawę salda w ostatnich latach składa się kilka czynników. Po pierwsze od początku 2013r. widoczne jest zrównoważenie salda wymiany towarowej. Po drugie od końca 2010r. mamy do czynienia z silnym wzrostem dodatniego salda usług, na co składa się poprawa dodatniego salda usług transportowych, uszlachetniania oraz usług telekomunikacyjnych oraz pozostałych usług biznesowych, co odzwierciedla strukturalną zmianę, która polega na zakładaniu w Polsce międzynarodowych centrów usług dla biznesu. Jednocześnie rośnie ujemne saldo dochodów pierwotnych, co jest związane ze wzrostem dochodów z zagranicznych inwestycji bezpośrednich zlokalizowanych w Polsce oraz, w mniejszym stopniu, z inwestycji portfelowych. Od niedawna w tym samym kierunku działają saldo dochodów

Makro i rynek

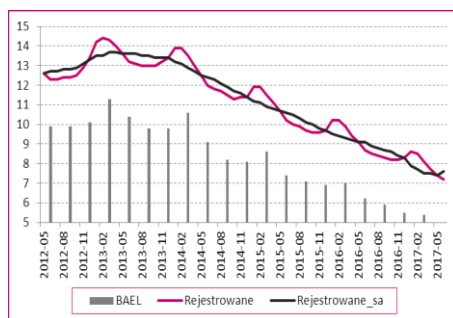
raport miesięczny

Wyraźne wyhamowanie tempa wzrostu importu i eksportu towarów ze względu na czynniki kalendarzowe

pracowników. Od początku 2014r. lawinowo rosą wynagrodzenia zagranicznych rezydentów pracujących w Polsce, a w Q1 2017r. przekraczały one dochody Polaków przebywających za granicą o 440 mln EUR, czyli najwięcej w historii. Przy względnie stabilnej liczbie Polaków zagranicą i rosnącej w tempie przekraczającym 50% r/r liczbie migrantów z Ukrainy, rachunek dochodów pierwotnych będzie się przyczyniał do pogorszenia salda rachunku bieżącego. Podobnie, w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest pogorszenie salda wymiany towarowej, w związku ze cyklicznym wzrostem importu, za sprawą ożywienia popytu krajowego. Oczekiwany przez nas deficyt pozostanie jednak bardzo niski.

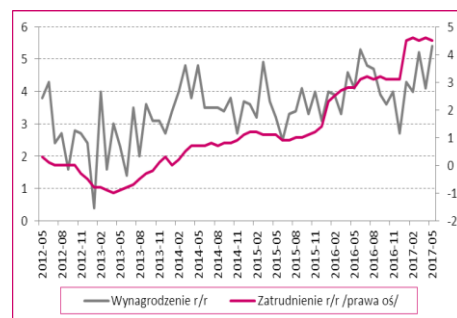
Po kwietniu, wg naszego szacunku, rachunek bieżący w ujęciu płynnego roku wykazał deficyt 0,2% PKB. W samym kwietniu odnotowano deficyt równy 275 mln EUR, na który złożyło się dodatnie saldo wymiany towarowej (86 mln EUR), dodatnie saldo usług (1,288 mld EUR), ujemne saldo dochodów pierwotnych (-1,606 mld EUR) oraz dochodów wtórnych (-43 mln EUR). W wymianie towarowej, nastąpiło wyraźne wyhamowanie tempa wzrostu importu i eksportu, co jest skutkiem działania czynników kalendarzowych, które były też widoczne w innych kwietniowych danych z gospodarki. Wspierany przez dobrą sytuację gospodarczą głównych partnerów handlowych oraz wyraźne ożywienie w handlu z Europą Środkowo-Wschodnią eksport wzrósł o 0,6% r/r po wzroście o 14,9% r/r. Import zwiększył się natomiast o 3,4% r/r po wzroście poprzednio o 18,9% r/r, a agregat odnotowuje cykliczny wzrost związany z ożywieniem popytu krajowego, głównie konsumpcyjnego. Szacujemy, że w maju rachunek bieżący wykazał nadwyżkę 620 mln EUR, a dynamiki importu i eksportu przyspieszyły do wartości dwucyfrowych.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Nowe historyczne minima stopy bezrobocia

Sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra i niezmiennie jest on wsparciem dla konsumpcji. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 7,4% z 7,7% w kwietniu i osiągnęła nowe historyczne minimum (od kwietnia 1991 r.). Wg naszych szacunków po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym ustabilizowała się na poziomie 7,5%. Na rynku pracy utrzymują się tendencje z poprzednich miesięcy: spada liczba bezrobotnych ogółem (o 17,5% r/r), liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych (o 7,3% r/r) a także wyrejestrowań (o 11,7% r/r), co potwierdza niewielki ruch na rynku. Po miesiącu przerwy powróciły roczne wzrosty liczby ofert pracy zgłaszanych w urzędach (o 21,4%). Kolejne miesiące powinny przynieść dalszy spadek bezrobocia, powodowany przez czynniki sezonowe. Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej szacuje stopę bezrobocia rejestrowanego w czerwcu na 7,2%, co oznacza nieco niższy spadek niż w czerwcu ostatnich lat. Wyhamowanie spadku bezrobocia nie powinno jednak dziwić w warunkach obecnie rekordowo niskiej stopy bezrobocia. W kolejnych miesiącach prawdopodobnie dalszy jego nieznaczny spadek, a w miesiącach letnich możliwa jest jego niżka poniżej 7%, choć potencjał do spadku stopy odsezonowanej jest coraz mniejszy.

Dynamika płac pozostaje umiarkowana

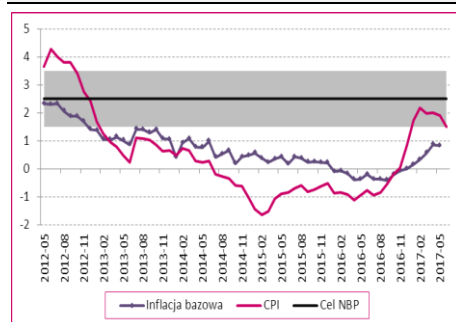
Pomimo niskiego bezrobocia dane nie sugerują jednak pojawienia się silnej presji na wzrost płac. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyło w maju do 5,4% r/r z 4,1% r/r miesiąc wcześniej. Wzrost dynamiki płac w porównaniu z poprzednim miesiącem był częściowo związany z poprawą dynamiki płac w górnictwie oraz ze wzrostem wynagrodzenia w budownictwie i produkcji samochodów, co mogło być związane z wyższą niż przed rokiem liczbą dni roboczych (praca na akord). W naszej ocenie, przy obecnym poziomie bezrobocia, przyspieszenie płac jest nieuniknione i to pomimo łagodzących skutków napływu pracowników z Ukrainy. Wg

Niższe ceny energii spychają inflację w dół

danych MRPIPS do maja włącznie pracodawcy złożyli w Urzędach Pracy 737 tys. oświadczeń o chęci zatrudnienia obcokrajowca, czyli o połowę więcej niż w tym samym okresie 2016 r. Jednocześnie, w Q2 2017r. rekordowo wysoki odsetek przedsiębiorstw przemysłowych wskazywał, że brak pracowników (zarówno wykwalifikowanych jak i ogółem) jest dla nich barierą rozwojową, a na brak wykwalifikowanych pracowników wskazuje aż 29,6% badanych przez GUS przedsiębiorstw. W handlu detalicznym, w czerwcu brak pracowników doskwierał 20,4% przedsiębiorstw i była najwyższy w historii, jednak dane obejmują okres po 2010r. W budownictwie, brak wykwalifikowanych pracowników ograniczał w czerwcu rozwój 37,9% przedsiębiorstw, co było jednak wyraźnie niższym odsetkiem wskazań niż 55% podczas boomu budowlanego pod koniec 2007r. Sytuację mógłby jeszcze pogorszyć masowy odpływ pracowników do krajów Europy Zachodniej po uruchomieniu ruchu bezwizowego pomiędzy Ukrainą i UE. Od 11 czerwca Ukraińcy posiadający paszport biometryczny mogą bez wizy podróżować, na trzy miesiące do UE. Nie ma jeszcze oceny skutków tej zmiany, jednak tak jak pisaliśmy przed miesiącem, 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.

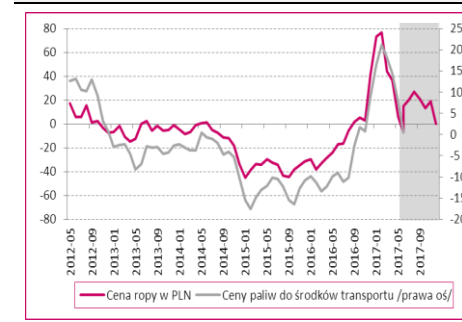
Ostatnie miesiące przynoszą wyhamowanie presji inflacyjnej. W maju wskaźnik CPI spadł do 1,9% r/r z 2,0% r/r w kwietniu, natomiast według szacunku GUS w czerwcu jego zmniejszenie pogłębiła się do 1,5% r/r. Oznacza to powrót inflacji w okolice dolnego ograniczenia celu banku centralnego. Jednym z czynników odpowiedzialnych za przyspieszenie tego procesu jest spadek cen surowców energetycznych w tym ropy naftowej. W połowie czerwca cena za baryłkę ropy Brent spadła do 43 USD, poziomu najniższego od połowy listopada ubiegłego roku. Oznacza to, że od początku tego roku baryłka ropy Brent potaniała o blisko 20%. Jej roczna dynamika natomiast spadła z +76% w styczniu do -4,5% w czerwcu. Biorąc pod uwagę umocnienie polskiej waluty wobec dolara amerykańskiego, spadek cen ropy w ujęciu złotowym jest jeszcze większy i wyniósł w czerwcu 8,5% r/r. Niższe cen ropy na rynkach międzynarodowych, mocniejszy złoty automatycznie przetożyły się na spadki cen paliw na stacjach benzynowych, które w samym maju obniżyły się o 2%. Spadające ceny energii były też źródłem dezinflacji w innych krajach strefy euro. Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii była bardziej stabilna w maju wyniosła 0,8% r/r wobec 0,9% r/r miesiąc wcześniej, na co wpłynęły spadki cen usług transportowych oraz telekomunikacyjnych.

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

Spadające ceny paliw działają w kierunku niższej inflacji

Głębszy od oczekiwań spadek cen ropy spowoduje obniżenie się ścieżki inflacji w drugiej połowie tego roku, która przy stabilizacji cen ropy Brent na poziomie ok. 50 USD za baryłkę powinna w najbliższych miesiącach stabilizować się na poziomie ok. 1,5% r/r. Pod koniec roku natomiast, ze względu na efekt wysokiej bazy statystycznej (silne wzrosty cen żywności i paliw w grudniu 2016 r.), roczny wskaźnik CPI obniży się do poziomu 1%. Nie należy jednak oczekiwać podobnych zmian w zakresie inflacji bazowej, które będzie stopniowo się zwiększała, w ślad za utrzymującym się wzrostem, dobrą sytuacją na rynku pracy oraz stopniowo rosnącą presją płacową.

Ceny surowców obniżają presję cenową na poziomie producentów

Taniejące surowce przemysłowe widać również na poziomie cen producentów. Indeks PPI spadł w maju do 2,5% r/r z 4,2% r/r w kwietniu, poziomu najniższego od listopada ubiegłego roku. Także w tym przypadku był to efekt taniejącej ropy naftowej, co

Makro i rynek

raport miesięczny

przełożyło się na spadek cen w zakresie produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (-5,3% m/m). Obniżające się ceny metali przemysłowych oraz węgla przełożyły się natomiast na spadek cen w górnictwie i wydobywaniu o 2,2% m/m, choć w skali roku wciąż widoczny jest ich wzrost o 23,9%. Na obniżającą się presję kosztową wskazują sami przedsiębiorcy z sektora przetwórstwa przemysłowego w ramach badania PMI. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego stopniowego spadku rocznego wskaźnika PPI, a w grudniu, ze względu na wysoką bazę statystyczną, możliwy jest jego przejściowy spadek poniżej zera.

POLITYKA PIENIĘŻNA

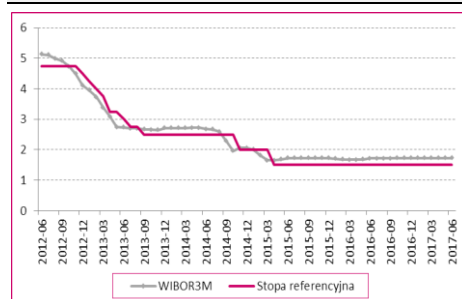
Lipcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło zmian w ocenie perspektyw krajowej polityki pieniężnej. RPP utrzymała stopy na niezmiennym poziomie i od marca 2015 r. stopa referencyjna pozostaje na rekordowo niskim poziomie 1,50%. Niewielkim zmianom uległa też retoryka komunikatu. Rada podtrzymała stwierdzenie, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce równoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Na konferencji po posiedzeniu prezes A. Glapiński powtórzył swoje stanowisko, iż z ogromnym prawdopodobieństwem do 2018 roku stopy procentowe nie ulegną zmianie.

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Jeśli o mnie chodzi, o mój osobisty pogląd, to myślę że z ogromnym prawdopodobieństwem mogę przewidzieć, że do 2018 roku stopy procentowe nie ulegną zmianie. To nie znaczy, że nie spodziewam się w Radzie Polityki Pieniężnej głosowania w tej sprawie.” (05.07.2017)
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	„...mamy przed sobą 2,5 roku ujemnych stóp procentowych. Należę do osób, które to martwi, ponieważ to nie zachęca do oszczędzania.” (05.07.2017)
Lukasz Hardt	„Lepiej żeby ujemne realne stopy Jeśli kolejna projekcja będzie wskazywać, że stopy procentowe w ujęciu realnym będą pozostawać ujemne, to próby podniesienia stopy referencyjnej mogą zostać podjęte już na początku 2018 r.” (10.07.2017)
Jerzy Kropiwnicki	„Nie widzimy powodów, żeby forsować wzrost stopy procentowej, bo zdajemy sobie sprawę z negatywnych skutków podnoszenia stopy procentowej.(...) Najważniejszą zasadą jest nie pospuch obecnego stanu.” (20.06.2017)
Eryk Łon	„Nie ma obecnie potrzeby dokonywania zmian stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego.” (10.07.2017)
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	„Jeżeli chodzi o projekcję, to ona potwierdza nasze indywidualne projekcje, że do końca 2019 nie powinniśmy przekroczyć celu inflacyjnego. Czy to oznacza, że stopy się nie zmienią? Niekoniecznie. Kluczowe tempo dochodzenia i nachylenia inflacji. Jeżeli ta inflacja zacznie w którymś momencie przyspieszać, to Rada być może zechce podjąć jakieś decyzje wyprzedzające, tak, żeby uniknąć przekroczenia górnego pasma w dłuższym okresie” - powiedział.” (05.07.2017)
Jerzy Żyżyński	„Nie ma w naszej gospodarce przesłanek, by podwyższaniem stóp procentowych studzić gospodarkę. Nie jest ona tak rozgrzana.” (17.05.2017)

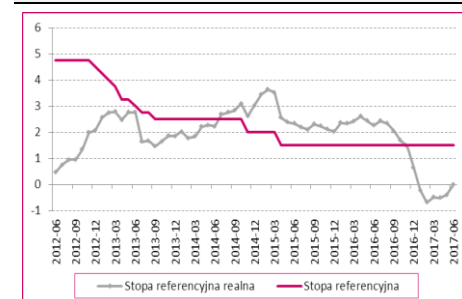
Źródło: PAP

Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [%]



Źródło: Datastream

Wykres 10 Stopa referencyjna realna i nominalna [%]



Źródło: Datastream, obliczenia własne

Retoryka Rady nie uległa zmianie pomimo wyników nowej projekcji inflacji i PKB, z której wynika, iż w połowie tego roku luka popytowa stanie się dodatnia, czyli wzrost gospodarczy będzie wyższy od tempa wzrostu produktu potencjalnego. To, w połączeniu z przyspieszającą dynamiką płac, która będzie przewyższała dynamikę wydajności, będzie przekładało się na narastanie presji inflacyjnej. W rezultacie inflacja, w tym także inflacja netto będzie stopniowo rosła i w roku 2019 wyniesie 2,5%. Centralna ścieżka inflacji na rok 2017 została natomiast nieznacznie obniżona do 1,9%. Oznacza to, że w horyzoncie projekcji zakłada się ujemne realne stopy procentowe. Prezes Glapiński nie widzi aktualnie ryzyka płynącego z przedłużającego się okresu ujemnych realnych stóp procentowych. Takie stanowisko nie jest jednak podzielane przez całość Rady. Obecni na konferencji w lipcu prof. Gatnar oraz dr Zubelewicz wyrazili obawy w związku z przedłużającym się okresem ujemnych realnych stóp procentowych, co może mieć potencjalnie niekorzystny wpływ na stabilność makroekonomiczną, w tym na oszczędności. Wydaje się jednak, że taki pogląd podzielany jest przez mniejszość w Radzie, a prezes Glapiński jest przekonany obecnie co do poparcia swojego stanowiska przez większość gremium. Nie można jednak wykluczyć, że jeśli wzrost gospodarczy będzie się utrzymywał, a inflacja bazowa będzie stopniowo przyspieszać, retoryka także innych członków Rady zacznie się zmieniać w kierunku bardziej jastrzębiej. Nie spodziewamy się jednak tego wcześniej niż na początku przyszłego roku. Najbliższe miesiące powinny jednak przynieść stabilizację parametrów polityki pieniężnej.

Wciąż dobra realizacja tegorocznego budżetu

Wzrostowi dochodów podatkowych sprzyja dyscyplina po stronie wydatków

Niższy deficyt budżetu państwa przełoży się na niższy niedobór sektora general government

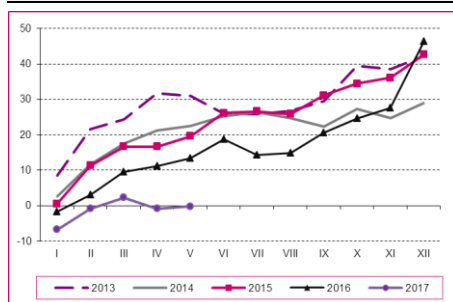
POLITYKA FISKALNA

Utrzymuje się bardzo dobra sytuacja budżetu. Po maju deficyt budżetu centralnego wyniósł zaledwie 203 mln PLN, stanowiąc zaledwie 0,3% planu na cały rok. Jest to najlepszy wynik budżetu w historii na tym etapie roku. Źródłem poprawy sytuacji budżetowej pozostaje dobra realizacja dochodów, czemu towarzyszy jednocześnie dyscyplina po stronie wydatków.

W zakresie dochodów utrzymuje się silny wzrost wpływów z podatków pośrednich, głównie z VAT (+29,7% r/r po maju), choć w poszczególnych miesiącach tego roku stopniowo się zmniejsza. W dalszym jednak ciągu rosną one w solidnym tempie (+15,4% r/r w samym maju), czemu sprzyja rosnąca konsumpcja, zmiany legislacyjne (odwrócony VAT w budownictwie, pakiet paliwowy), co daje dodatkowe dochody w efekcie uszczelnienia podatkowego. W rezultacie realizacja wpływów z VAT będzie w tym roku wyraźnie wyższa niż założone w budżecie 151 mld PLN. Przedstawiciele MinFin szacują, że na poziomie nawet 151 mld PLN, co wydaje się szacunkiem optymistycznym, ponieważ nawet w warunkach solidnego wzrostu konsumpcji, musiałoby wiązać się to z wyraźnym wzrostem efektywnej stawki podatkowej, odzwierciedlającej m.in. skutki uszczelnienia systemu podatkowego. Nieco powyżej założeń mogą być też zrealizowane dochody z podatku PIT. Po maju były one wyższe o 7,4% niż przed rokiem, a rosnące dochody realne gospodarstw domowych będą sprzyjały dalszej ich zwwyżce.

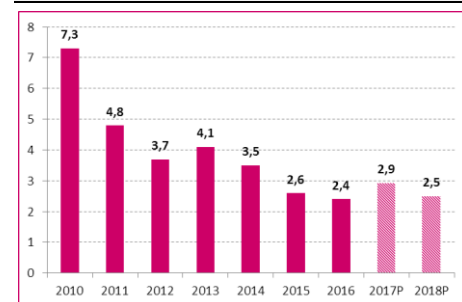
Uwagę zwraca także dyscyplina po stronie wydatków, których poziom po pięciu miesiącach tego roku było o zaledwie 0,6% wyższe niż przed rokiem. Wynik ten został osiągnięty pomimo wzrostu transferów socjalnych w ramach programu Rodzina 500+. Wzrost wydatków ograniczają niższe koszty obsługi długu publicznego (czemu pomagają spadek rentowności polskich obligacji), ale także mniejsze dotacje do funduszy ubezpieczeń społecznych (m.in. ze względu na rosnącą liczbę zatrudnionych pracowników z Ukrainy). To, w połączeniu z wysoką wpłatą z zysku NBP oznacza znacznie lepszy wynik budżetu w tym roku, który może zamknąć się deficytem poniżej 40 mld PLN wobec 59,3 mld PLN zapisanych w ustawie.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

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

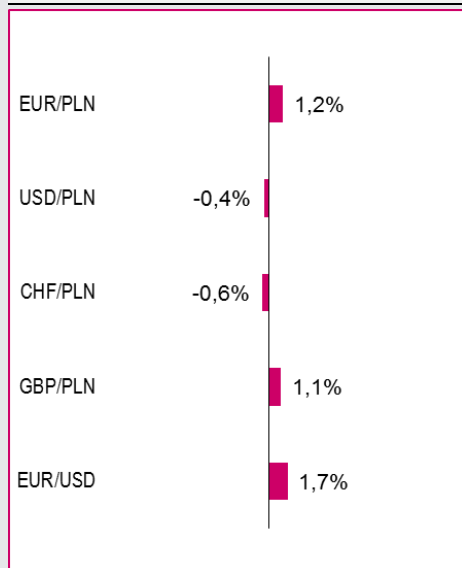


Źródło: MinFin APK

Niższy niż zakładano będzie też deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych. Dotychczasowe założenia rządu zakładały jego wzrost do 2,9% PKB z 2,4% PKB w 2016, jednak przedstawiciele MinFin zakładają, iż rzeczywisty wynik może być dużo mniejszy. Warto przy tym przypomnieć, że nie wszystkie dochody, które w tym roku będą obniżały deficyt budżetu centralnego wpłyną na spadek deficytu general government. Według metodologii Eurostatu wpłata z zysku NBP, szacowana obecnie na 8 mld PLN, ze względu na swój jednorazowy charakter nie zmniejszy wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych. W kolejnych latach zakładana jest dalsza niższa deficytu sektora GG i w Wieloletnim Planie Finansowym Państwa zakłada się, iż w 2019 roku spadnie on do 2,0% PKB i 1,2% PKB w roku 2020. W zbliżonym tempie powinien się obniżyć także deficyt strukturalny finansów publicznych.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

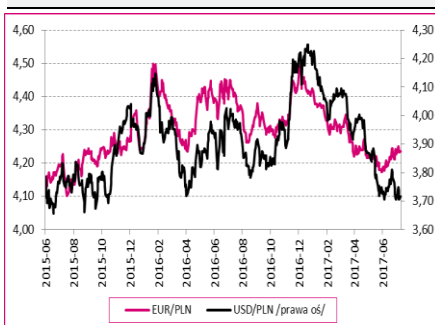
Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

Po tym jak na koniec maja kurs EUR/PLN ustanowił poziom 4,16 tj. najniższy od sierpnia 2015 roku czerwiec przyniósł momentami 10-groszowe osłabienie złotego. Presja na spadek wartości złotego oraz pozostałych walut regionu wynikała z niechęci inwestorów do podejmowania ryzyka w obliczu czerwcowych wyborów parlamentarnych w Wielkiej Brytanii, posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, zeznaniom byłego szefa FBI i wzrostowi napięcia na Bliskim Wschodzie. Nie bez znaczenia było także czerwcowe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, które zaskoczyło inwestorów swoją jastrzębią retoryką pogłębiając przecenę bardziej ryzykownych aktywów. Spadek wartości polskiej waluty pokrywał się ze zmianami na rynkach emerging markets. W tym czasie jedną z gorzej radzących sobie walut był węgierski forint, który - poza ogólną wyprzedają walut CEE - tracił także na decyzji banku centralnego Węgier o obniżeniu limitu środków, jakie instytucje finansowe będą mogły ulokować na 3-miesięcznym depozycie w banku centralnym. Za sprawą zawirowań politycznych słabo radziły sobie też notowania rumuńskiego leja, który w relacji do euro osiągnął 4,5-letnie minimum 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

Obecny poziom EUR/PLN tj. około 4,23 dobrze oddaje w naszej ocenie krótkoterminowy bilans szans i zagrożeń dla polskiej waluty

Obecny poziom kursu EUR/PLN tj. około 4,23 dobrze oddaje w naszej ocenie krótkoterminowy bilans szans i zagrożeń dla polskiej waluty i niewykluczone, iż przejście notowań złotego w relacji do euro w tryb boczny jest obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. W sytuacji gdy najnowsza projekcja inflacji i PKB stanowi w ocenie prezesa NBP argument za stabilizacją stóp procentowych w nadchodzących kwartałach, a czerwcowe posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej i Europejskiego Banku Centralnego ukierunkowały oczekiwania na najbliższe dwa miesiące to brak jest obecnie czynników mogących nadać zmienność notowaniom.

Sytuacja na krajowym rynku walutowym może skomplikować się we wrześniu

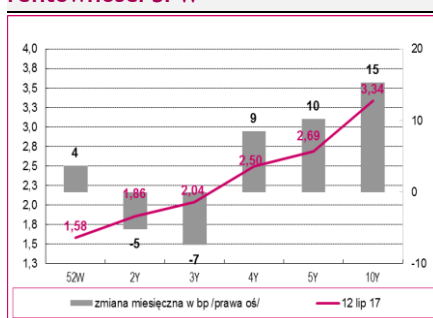
Sytuacja na krajowym rynku walutowym może być bardziej zmienna we wrześniu, kiedy dojdzie do posiedzeń Fed i EBC, które w naszej ocenie mogą okazać się przetomowe dla sentymentu inwestycyjnego. W przypadku Rezerwy Federalnej wrześniowe posiedzenie będzie czasem prezentacji najnowszych prognoz makroekonomicznych i prawdopodobnej zapowiedzi podwyżki stóp procentowych w czwartym kwartale tego roku. Niewykluczone, iż Fed w bardziej szczegółowy sposób poruszy także kwestię redukcji bilansu banku. Taki scenariusz powinien sprzyjać łagodnej przecenie złotego. Równie ciekawie zapowiada się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Oficjalnie bowiem z końcem roku wygasa program skupu aktywów. Kwestia zmian w programie QE - jego przedłużenia, czy ograniczania - będzie kluczowa dla nastrojów rynkowych w ostatnich miesiącach 2017 roku. Jakiegolwiek próby normalizacji polityki pieniężnej - a jest to obecnie najbardziej prawdopodobny ruch ze strony EBC - będą skutkowały niewielką presją na spadek wartości złotego. Źródłem wrześniowej zmienności rynkowej mogą okazać się także wybory parlamentarne w Niemczech. W takich uwarunkowaniach czynniki krajowe nie powinny generować dużej zmienności złotego. Jasno określona polityka pieniężna i brak oczekiwań, co do zmian ratingu Polski, spadek ryzyka politycznego, czy optymistyczna sytuacja budżetowa powinny być wydarzeniami o ograniczonym wpływie rynkowym. W rezultacie podtrzymujemy naszą prognozę, iż na koniec roku kurs EUR/PLN wyniesie 4,25 choć od września zmienność złotego może wyraźnie się zwiększyć.

Źródłem wzrostu cen obligacji były zapowiedzi ograniczenia podaży w drugiej połowie roku

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

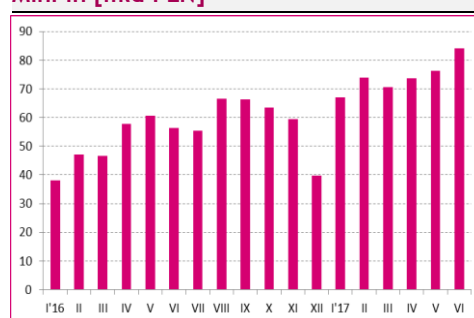
W czerwcu w notowaniach długoterminowego długu nastąpiło oczekiwane przerwanie trwającego od stycznia trendu spadku rentowności. Zanim to jednak nastąpiło dochodowość 10-latki poziomem 3,10% wyznaczyła minimum z listopada ubiegłego roku. Źródłem wzrostu cen obligacji były przede wszystkim zapowiedzi ograniczenia podaży w drugiej połowie roku w związku z 70% realizacją tegorocznych potrzeb, dobrą sytuacją budżetową, potwierdzona między innymi informacją, iż deficyt po pięciu miesiącach wyniósł 0,2 mld PLN tj. 0,3% planu, przy jednoczesnym dalszym napływie kapitału na rynki długu emerging markets. Sytuacja zmieniła się jednak w połowie czerwca, gdy wpływ pozytywnych czynników krajowych został zdyskontowany, a na znaczeniu zaczęły przybierać wydarzenia zewnętrzne. Kulminacją tych wydarzeń była gwałtowna zwyżka dochodowości SPW w reakcji na wystąpienie prezesa Europejskiego Banku Centralnego. M. Draghi przedstawił w nim dobrze znane założenia dotyczące polityki pieniężnej w strefie euro, ale jego optymistyczny przekaz dotyczący wzrostu gospodarczego w EMU wywołał dynamiczny wzrost rentowności na rynkach bazowych, a pośrednio i w Polsce. W rezultacie na początku lipca dochodowość krajowej 10-latki wzrosła do 3,40%. W tym czasie - pod wpływem lipcowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej - do 8-miesięcznego minimum na poziomie 1,87% obniżyła się rentowność 2-latki. Na krótki koniec krzywej podziałała w ten sposób wzmocniona deklaracja prezesa NBP, iż w jego ocenie koszt pieniądza z „olbrzymim prawdopodobieństwem” pozostanie stabilny w 2018 roku.

Wykres 16 Miesięczna zmiana rentowności SPW



Źródło: Macrobond

Wykres 17 Stan środków na rachunku MinFin [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

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

VII 2016			VII 2017		
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł	
07.07.16	OK108/ DS0726/ WS0428	4,4			odwołany
28.07.16	PS0721/ WZ1122/ WZ0126	8,0			odwołany

Źródło: MinFin

Komentując zmiany na krajowym rynku długu warto odnieść się do kwestii nachylenia krzywej, która na skutek wspomnianym wcześniej zmian wyraźnie się wystromiła. Na początku lipca różnica w rentowności pomiędzy krajową 2- i 10-latką wyniosła 155 bps, co oznacza, że wróciła na poziomy z marca, choć jeszcze w połowie czerwca była na poziomie 115 bps, czyli 8-miesięcznego minimum. Wystromienie wynika z jednej strony z perspektywy stabilnych stóp procentowych - co uspokaja notowania krótkoterminowego długu - z drugiej zaś z presji na wzrost dochodowości pochodzącej z czynników zewnętrznych, na które wrażliwe są notowania długiego końca polskiej krzywej. W przyszłości, gdy pojawią się oczekiwania co do podwyżek stóp przez RPP krzywa wyraźnie się wyplaszczy jednak zanim do tego dojdzie proces wystramiania będzie się nasilał. Spore zmiany obserwowane były ponadto w spreadzie pomiędzy polską 10-latką, a Bundem. Na przełomie czerwca i lipca różnica w dochodowości była najniższa od 11 miesięcy i wyniosła 280 bps.

Ciekawym wydarzeniem w czerwcu był przetarg zamiany, na którym Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje OK0717, DS1017, WZ0118 łącznie za 4,03 mld PLN, a sprzedało obligacje OK0419, PS0422, WZ1122, WZ0126, DS0727 łącznie za 4,16 mld PLN przy popycie 5,16 mld PLN. Odkup papieru WZ0118 oznaczał - zgodnie z komunikatem Ministerstwa Finansów - iż „resort rozpoczął finansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto”. W wyniku przetargu stopień finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych sięgnął 70%.

Pozytywne krajowe czynniki w postaci lepszego wykonania budżetu, a przez to mniejszych potrzeb pożyczkowych i finalnie ograniczania podaży SPW, rewizji w górę perspektywy ratingu przez agencję Moody's, czy stabilnych stóp procentowych w kolejnych kwartałach zostały już zdyskontowane i nie stanowią wsparcia dla wyceny

Na znaczeniu zyskują natomiast czynniki zewnętrzne, które dla polskiego długu nie są korzystne

Za najważniejszy czynnik dla kierunku notowań eurodolara w czerwcu należy uznać informacje dotyczące polityki pieniężnej w EMU

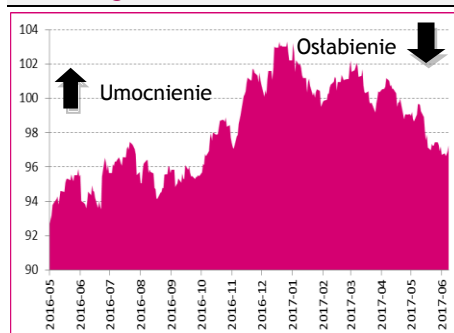
Kwestia normalizacji polityki pieniężnej w USA i EMU pozostanie motywem wiodącym dla notowań kursu EUR/USD

długu. W naszej ocenie trudno obecnie o argument mogący wpłynąć na dalszą wyraźną zniżkę rentowności. Na znaczeniu zyskują natomiast czynniki zewnętrzne, które dla polskiego długu mogą nie być korzystne. Postępujące zaostrzenie tonu przez coraz większą liczbę banków centralnych sprawia, że trend wzrostowy na szansę kontynuacji w kolejnych miesiącach. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę z poprzednich miesięcy, w której spodziewaliśmy się stopniowego wzrostu rentowności wzdłuż całej krzywej, który w tym roku może zaprowadzić dochodowość 10-latkki nawet do poziomu 3,70%, a rentowność krótkiego końca krzywej wynieść powyżej bariery 2,0%. Tym bardziej, iż przyszły rok wbrew sytuacji w 2017 niesie ze sobą zagrożenia, dla wyceny SPW w postaci rozbudowanej strony wydatkowej budżetu przy braku jednorazowych wpłat.

RYNKI ZAGRANICZNE

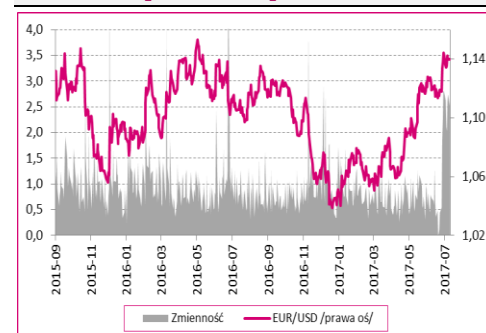
Za najważniejszy czynnik dla kierunku notowań eurodolara w czerwcu należy uznać informacje dotyczące polityki pieniężnej w strefie euro. Początkowo źródłem słabości wspólnej waluty było czerwcowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. W świetle pojawiających się spekulacji na temat możliwej mniej łagodnej retoryki EBC posiedzenie w ubiegłym miesiącu uznane zostało za rozczarowujące. Rada Prezesów zmodyfikowała co prawda forward guidance dla stóp procentowych, rezygnując z możliwości ich obniżki i podniosła ocenę bilansu ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro do neutralnej, jednak w kwestii niestandardowych środków polityki pieniężnej, EBC potwierdził, że zakupy aktywów netto mają być prowadzone na obecnym poziomie 60 mld euro miesięcznie do końca grudnia 2017 roku. Co więcej w razie potrzeby program QE może zostać wydłużony lub zwiększony. Bank nie przewiduje ponadto podwyżki stóp procentowych przed skupu aktywów. Tymczasem te dwie kwestie tj. wygaszanie programu QE i podwyżka stóp jeszcze przed zakończeniem skupu aktywów były przedmiotem spekulacji jako możliwa mniej gotębia retoryka banku. W rezultacie kurs EUR/USD zniżył się do poziomu 1,11 tj. o dwa centy w stosunku do czerwcowego maksimum. Sytuacja zmieniła się z końcem czerwca, kiedy głos w sprawie polityki pieniężnej zabrał M.Draghi. Mimo, iż prezes EBC powtórzył, że strefa euro wciąż potrzebuje znaczącego wsparcia monetarnego ze strony banku centralnego, ponieważ ożywienie gospodarcze jest stopniowe, to jego ocena, iż wszelkie znaki wskazują na wzmocnienie i poszerzenie zasięgu ożywienia w gospodarce strefy euro, a napięcia deflacyjne zostały zastąpione przez refłacyjne sprawiła, że EUR/USD zanotował największą od roku jednodniowąwyżkę. W rezultacie na koniec czerwca eurodolar wyznaczył najwyższe od maja 2016 roku zamknięcie na poziomie 1,1440.

Wykres 18 Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Macrobond

Wykres 19 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Macrobond

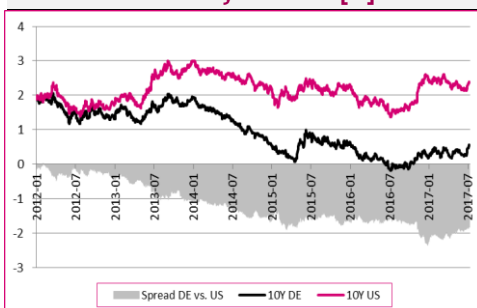
W nadchodzących tygodniach oczekujemy utrzymania silnego wpływu jakichkolwiek wzmianek na temat przyszłych decyzji Fed i Europejskiego Banku Centralnego na notowania eurodolara. Uważamy, iż poza czynnikami natury politycznej - kwestią Bliskiego Wschodu, czy Korei Północnej - normalizacja polityki pieniężnej w USA i EMU będzie motywem wiodącym dla kursu EUR/USD. W szczególności, iż zbliżamy się do momentu, gdy zarówno Fed, jak i EBC powinny silniej zaakcentować prawdopodobny kierunek polityki pieniężnej. W naszej ocenie większym źródłem zmienności w najbliższym okresie będzie jednak EBC. Uważamy bowiem, iż dużo więcej niejasności dotyczy szans na normalizację polityki monetarnej w strefie euro aniżeli w Stanach

Zjednoczonych. W przypadku Rezerwy Federalnej oficjalny scenariusz zawierający stopniową redukcję bilansu banku oraz trzecią w tym roku podwyżkę stóp procentowych jest dobrze znany. Komunikacja EBC z rynkiem pozostawia z kolei wiele do życzenia i jak pokazał przykład czerwca wypowiedzi M. Draghiego stanowią źródło gwałtownej zmienności eurodolara nawet jeśli są mylnie interpretowane.

Polityka pieniężna głównych banków centralnych

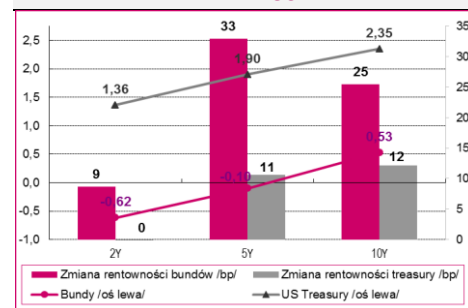
W ostatnim czasie mamy do czynienia z coraz większą liczbą banków centralnych sygnalizujących możliwy odwrót od łagodnej polityki pieniężnej i ultra niskich stóp procentowych. Do grona amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która jako pierwsza spośród największych banków centralnych rozpoczęła proces normalizacji polityki monetarnej, wkrótce dotążyć mogą kolejne banki. Być może już w lipcu będzie to bank centralny Kanady. W czerwcu bowiem prezes BoC używając zaskakująco jastrzębiej retoryki zapowiedział - w ocenie rynku - nadchodzącą podwyżkę stóp procentowych. Kolejnym może okazać się Bank Anglii, gdzie toczy się debata o zasadności utrzymywania stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie. Opis czerwcowego posiedzenia banku pokazał, że aż troje z ośmiu bankierów centralnych opowiedziało się za podwyżką kosztu pieniądza. Mimo, iż prezes M. Carney stwierdził niedawno, iż nie nadszedł jeszcze czas na podwyżkę stóp procentowych to w jego ocenie „Usunięcie pewnej dozy stymulacji monetarnej może stać się konieczne”. Zaostrezenie retoryki widać także w Europejskim Banku Centralnym. Czerwcowe posiedzenie EBC zakończyło się usunięciem z komunikatu informacji o możliwej obniżce stóp procentowych. Mimo, iż nikt nie oczekiwał obniżki kosztu pieniądza, to samo usunięcie takiego sformułowania jest dużym wydarzeniem w ostrożnym zazwyczaj komunikowaniu się banków z rynkiem finansowym. Nadal na drugim biegunie znajduje się natomiast Bank Japonii, gdzie zarówno koszt pieniądza utrzymywany jest na rekordowo niskim poziomie, a bank dodatkowo prowadzi wciąż agresywną politykę stymulacyjną. W tym miesiącu BoJ zaprezentował co prawda najbardziej optymistyczną od dwunastu lat prognozę gospodarki Japonii, jednak prezes H. Kuroda wykluczył jakiegokolwiek zmiany w polityce pieniężnej.

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



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana dochodowości Bunda i UST



Źródło: Reuters

Dochodowość Bunda gwałtownie wzrosła na przełomie czerwca i lipca

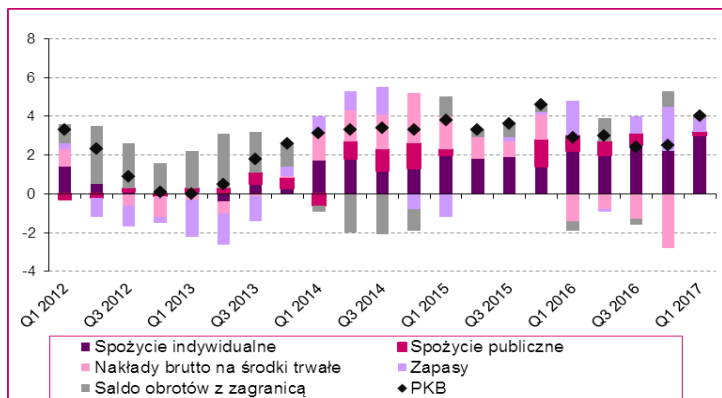
W ślad za mniej gołębią od oczekiwań wymową opisu z czerwcowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego poprzedzoną komentarzami M. Draghiego o bardziej optymistycznym obrazie gospodarki strefy euro dochodowość Bunda gwałtownie wzrosła i z poziomu 0,25% na koniec czerwca osiągnęła poziom 0,57% w pierwszym tygodniu lipca, a jeszcze rok temu była ujemna. Zwyżka rentowności, choć mniejsza, nie ominęła także papierów amerykańskich, dla których wsparciem były wypowiedzi prezes J. Yellen, co do oczekiwanego stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej w USA. W rezultacie dochodowość 2-latk amerykańskiej ustanowiła poziom 1,42% tj. maksimum z października 2008 roku tj. tuż po upadku banku Lehman Brothers.

Źródłem presji na wzrost rentowności pozostanie - w przypadku niemieckiego długu - zaostrezenie retoryki przez EBC

W kolejnych tygodniach spodziewamy się utrzymania presji na wzrost dochodowości obligacji niemieckich i amerykańskich, choć zwyżka - z racji niedawnego ruchu - powinna być ograniczona. Źródłem presji pozostanie - w przypadku niemieckiego długu - zaostrezenie retoryki przez EBC, a dla Treasuries kluczowa będzie kontynuacja normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Punktem kulminacyjnym będzie wrzesień i niezwykle istotne dla kierunku rentowności Bunda i UST posiedzenia EBC i Fed. Wtedy to EBC powinien zdecydować o przyszłości wygasającego z końcem roku programu QE, a Rezerwa Federalna wykorzystując najnowszy zestaw prognoz może zapowiedzieć trzecią w tym roku podwyżkę kosztu pieniądza.

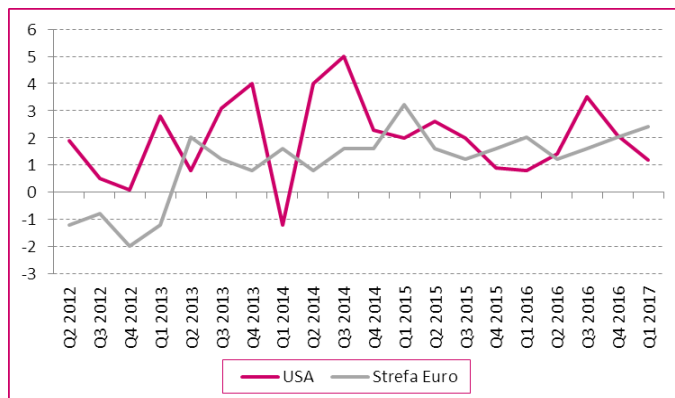
PRZEGLĄD DANYCH

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



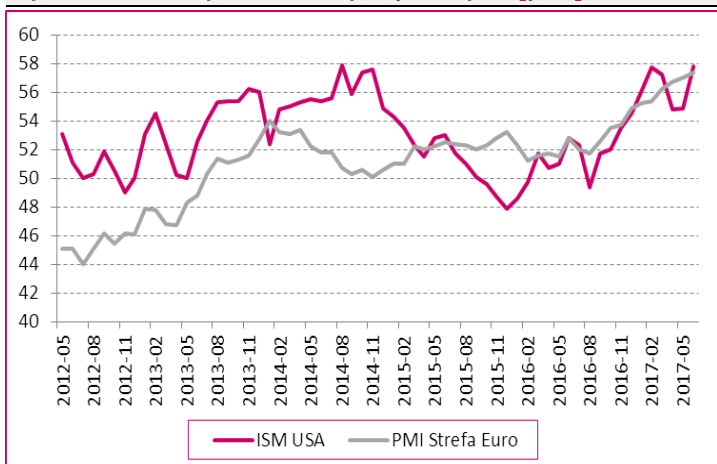
Źródło: Datastream

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



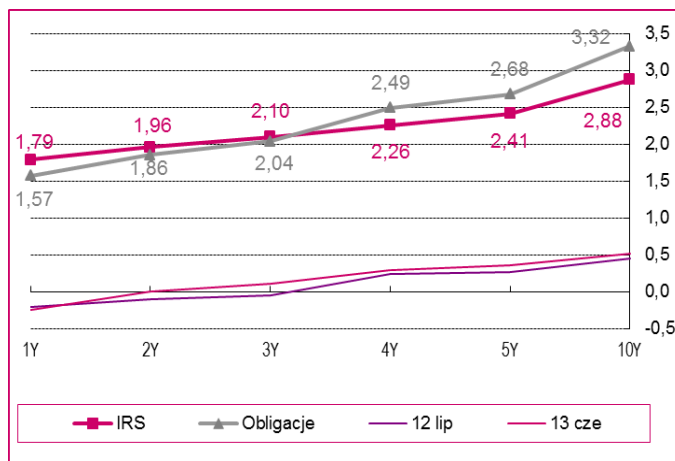
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]

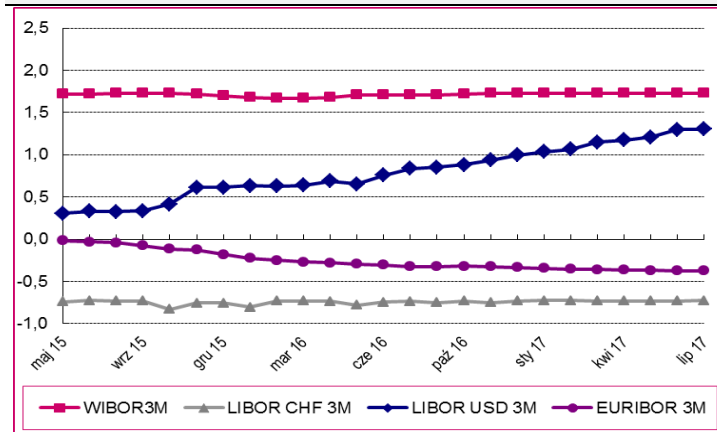


Źródło: Datastream

Wykres 25 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]

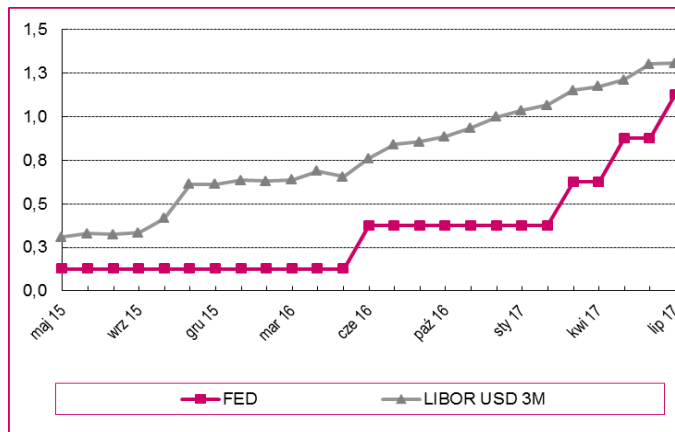


Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR CHF, LIBOR USD, EURIBOR [%]



Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,5
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,9
Ceny producenta - PPI (% r/r)	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,5	2,0	2,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,9	6,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,1	2,1	4,3
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	4,6	7,4	6,1	9,5	5,2	7,9	6,7	7,4	6,2	8,9
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	172	99	-219	2342	-599	-529	-275	640	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	0,6	14,0	-	-
Import (EUR, % r/r)	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,4	14,8	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	5,1	5,2
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,4	4,4
Stopa bezrobocia (%)	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,2	7,1
	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 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)	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,81	1,96	2,04	2,19	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91	1,90
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,51	2,87	2,89	3,17	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65	2,65
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,10	3,65	3,63	3,89	3,82	3,51	3,43	3,24	3,33	3,25
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,23
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,75
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,10	1,06	1,05	1,08	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14	1,13

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	4,4
Inwestycje (wzrost realny, %)	0	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	4,6
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	3,80

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

KALENDARIUM

Lipiec / Sierpień

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
		12 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, Beżowa Księga Fed PL: inflacja bazowa	13 GE: CPI US: PPI, liczba nowych bezrobotnych	14 EZ: bilans handlowy PL: bilans handlowy US: CPI, sprzedaż detaliczna, indeks uniwersytetu Michigan
17	18 EZ: CPI, inflacja bazowa GE: ZEW PL: płace, zatrudnienie	19 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, pozwolenia na budowę, liczba nowych budów PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna	20 US: liczba nowych bezrobotnych GE: PPI EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych	21 PL: podaż pieniądza M3
24 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI US: wstępny PMI, sprzedaż domów na rynku wtórnym	25 PL: stopa bezrobocia GE: IFO US: indeks Conference Board	26 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, decyzja w sprawie stóp procentowych, sprzedaż nowych domów	27 US: zamówienia na dobra trwałego użytku, liczba nowych bezrobotnych EZ: podaż pieniądza M3	28 GE: CPI US: indeks uniwersytetu Michigan
31 EZ: stopa bezrobocia PL: CPI US: sprzedaż domów na rynku wtórnym	01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, PKB US: PMI i ISM w przemyśle, deflator PCE	02 EZ: PPI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP	03 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych, zamówienia fabryczne	04 GE: zamówienia fabryczne US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia
07 GE: produkcja przemysłowa EZ: Sentix PL: stan rezerw NBP	08 GE: bilans handlowy	09 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny	10 US: PPI, liczba nowych bezrobotnych	11 PL: CPI, rachunek obrotów bieżących GE: CPI

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.