

# Makro i rynek

raport miesięczny

14 września 2017

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Podsumowanie miesiąca

- Wstępny szacunek GUS wskazał na nieznaczne wyhamowanie wzrostu gospodarczego w 2Q do 3,9% r/r z 4,0% r/r. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wzrost PKB w ujęciu kwartalnym wyniósł 1,1%, podobnie jak w pierwszych trzech miesiącach tego roku i był to siódmy wynik w całej Unii Europejskiej. Rozczarowała natomiast struktura wzrostu. Polska gospodarka napędzana jest w zasadzie tylko przez konsumpcję prywatną, która wzrosła o 4,9% r/r, a jej wkład w dynamikę PKB wyniósł 2,9 pkt. proc. Natomiast inwestycje w środki trwałe wzrosły o zaledwie 0,8% r/r. Udział inwestycji w PKB po drugim kwartale tego roku spadł natomiast do 17,7%, poziomu najniższego od co najmniej 2002r. z 17,8% po 1Q. Dane wysokiej częstotliwości za czerwiec i lipiec wskazują na stabilizację koniunktury. Produkcja przemysłowa, a także sprzedaż detaliczna utrzymują się na ścieżce wzrostowej, jednak przedsiębiorcy coraz częściej wskazują na ograniczenia podażowe, utrudniające dalszy wzrost działalności. Sygnalizują to też odczyty indeksu PMI dla polskiego przemysłu, który w ostatnich miesiącach coraz wyraźniej odstaje od rosnących odczytów dla strefy euro i Niemiec, naszych głównych partnerów handlowych. Perspektywy gospodarki pozostają optymistyczne, choć możliwości wyraźnego przyspieszenia wzrostu wydają się ograniczone, szczególnie jeśli nie nastąpi wyraźne odbicie inwestycji.
- Założenia do budżetu na 2018 rok są w naszej ocenie optymistyczne, ale możliwe do zrealizowania. Przyjęte w projekcie wpływy z podatków dochodowych PIT i CIT są bliskie naszym szacunkom. Dobra sytuacja na rynku pracy, w tym wzrost płac, a także korzystna sytuacja finansowa firm będą wspierały ich realizację. Jako optymistyczne oceniamy natomiast szacunki wpływów z podatku VAT, które wg założeń mają wzrosnąć o 12,5 mld PLN. Przy przyjętym scenariuszu makroekonomicznym oznaczałoby to wzrost efektywnej stawki podatkowej do rekordowo wysokiego poziomu. To główne ryzyko po stronie dochodów, które jednak nie powinno wpłynąć na ogólną realizację deficytu, który na 2018 rok zakładany jest na poziomie 41,49 mld PLN. Deficyt sektora general government założony został na 2,7% PKB wobec planowanego wykonania w tym roku 2,5% PKB. I to jest główny zarzut wobec projektu budżetu na rok 2018, który zakłada luzowanie fiskalne w warunkach bardzo dobrej koniunktury.
- Pierwsze po wakacyjnej przerwie posiedzenie RPP nie przyniosło zmian parametrów w polityce pieniężnej. Stopy procentowe utrzymane zostały na niezmiennym poziomie. Najbliższe miesiące przyniosą stabilizację parametrów polityki pieniężnej. Prezes A. Głapiński podtrzymał tezę, że jeśli sytuacja w gospodarce będzie zbliżona do zarysowanej w projekcji ścieżki w inflacji i PKB, to do końca 2018 r. stopy procentowe nie powinny się zmienić.
- Miesiące wakacyjne przyniosły kontynuację zainaugurowanego w maju wzrostowego trendu w notowaniach EUR/PLN. Złoty osłabił się w trzech ostatnich miesiącach o trzystaście groszy osiągając w połowie sierpnia poziom 4,2953. Źródłem słabszej postawy polskiej waluty w ostatnich miesiącach był miks czynników krajowych i zewnętrznych. W lipcu wzrost ryzyka politycznego w Polsce - związany z forsowaniem przed rząd kontrowersyjnej reformy sądownictwa - przyniósł największą od listopada ubiegłego roku jednodniową zwyżkę notowań EUR/PLN.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY .....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	6
POLITYKA FISKALNA .....	7
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY .....	8
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...	9
RYNKI ZAGRANICZNE .....	10
PRZEGLĄD DANYCH .....	12
DANE I PROGNOZY .....	13
KALENDARIUM .....	14

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	1,00%-1,25%	19-20 wrz	1,00%-1,25%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	14 gru	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	26 paz	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	3-4 paz	1,50%

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

### PRZEGLĄD GOSPODARCZY

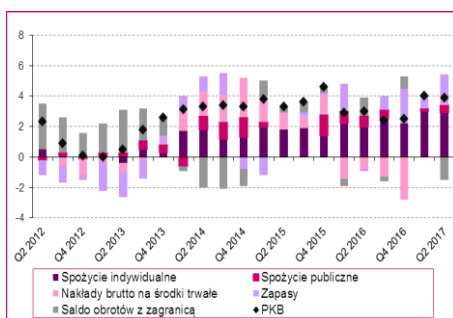
**Wzrost PKB solidny, ale struktura rozczarowuje**

Wstępny szacunek GUS wskazał na nieznaczne wyhamowanie wzrostu gospodarczego do 3,9% r/r z 4,0% r/r, co było wynikiem zgodnym z naszymi oczekiwaniami. Kondycja polskiej gospodarki pozostaje dobra co potwierdziły też dane po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych, według których wzrost PKB w ujęciu kwartalnym wyniósł 1,1%, podobnie jak w pierwszy trzech miesiącach tego roku. To siódmy wynik w całej Unii Europejskiej. Rozczarowała natomiast struktura wzrostu. Polska gospodarka napędzana jest w zasadzie tylko przez konsumpcję prywatną, która wzrosła o 4,9% r/r, a jej wkład w dynamikę PKB wyniósł 2,9 pkt. proc. Natomiast inwestycje w środki trwałe wzrosły o zaledwie 0,8% r/r. Udział inwestycji w PKB po drugim kwartale tego roku spadł natomiast do 17,7% PKB, poziomu najniższego od co najmniej 2002r. z 17,8% po 1Q. W zakresie inwestycji najsilniej rosły nakłady na budownictwo mieszkaniowe (+5,0% r/r w ujęciu nominalnym). Do wzrostów powróciły też inwestycje w pozostałe budownictwo, co wiąże się ze wzrostem wykorzystania funduszy unijnych i uruchomienia inwestycji infrastrukturalnych. Skłonność firm prywatnych do inwestycji w maszyny i urządzenia pozostaje ograniczona. W drugim kwartale inwestycje w firmach prywatnych zatrudniających co najmniej 50 pracowników spadły nominalnie o 2,2% r/r. Nakłady na maszyny i urządzenia wzrosły w 2Q zaledwie o 0,8% r/r w ujęciu nominalnym. Aż 1,9 pkt. proc. do wzrostu PKB dodała zmiana zapasów. Taka struktura wzrostu nie daje gwarancji jego utrzymania w dłuższej perspektywie, a brak inwestycji w gospodarce negatywnie wpływa na produkt potencjalny.

**Nasilają się ograniczenia podażowe dla wzrostu gospodarczego**

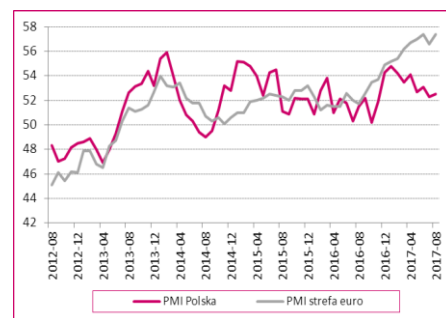
Dane wysokiej częstotliwości za czerwiec i lipiec wskazują na stabilizację koniunktury. Produkcja przemysłowa, a także sprzedaż detaliczna utrzymują się na ścieżce wzrostowej, jednak przedsiębiorcy coraz częściej wskazują na ograniczenia podażowe, utrudniające dalszy wzrost działalności. Sygnalizują to już odczyty indeksu PMI dla polskiego przemysłu, który w ostatnich miesiącach coraz wyraźniej odstaje od rosnących odczytów dla strefy euro i Niemiec, naszych głównych partnerów handlowych. W rezultacie po raz pierwszy od lutego 2015r. przedsiębiorcy w ramach badania PMI zwrócili uwagę na narastające zaległości w produkcji. Badania GUS natomiast wskazują na rosnącą barierę działalności gospodarczej w postaci niedoboru wykwalifikowanych pracowników, a także niedoboru surowców, materiałów i półfabrykatów. Problem z dostępem do pracowników będzie się nasilał, szczególnie w kontekście skrócenia wieku emerytalnego od października br.

**Wykres 1 Struktura wzrostu gospodarczego w Polsce [pkt. proc.]**



Źródło: Datastream

**Wykres 2 Indeks PMI w Polsce i strefie euro [pkt.]**



Źródło: Datastream

**Wyniki produkcji budowlanej sugerują wyraźne odbicie inwestycji infrastrukturalnych**

Dane o produkcji budowlano-montażowej wpisują się w obraz odbudowy inwestycji w drugim kwartale br. W lipcu jej dynamika przyspieszyła do 19,8% r/r, po wzroście o 11,6% r/r w czerwcu. W ujęciu rok do roku w przedsiębiorstwach specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej odnotowano wzrost produkcji o 33,7% r/r. Sugeruje to solidne ożywienie inwestycji publicznych i większą absorpcję środków unijnych. To one będą zapewne głównym motorem inwestycji w gospodarce. Ostrożniej natomiast powinny zwiększać się inwestycje firm prywatnych, których skłonność do podejmowania inwestycji jest mniejsza ze względu na ograniczenia podażowe (dostęp do siły roboczej), a także niepewność prawno-instytucjonalną.

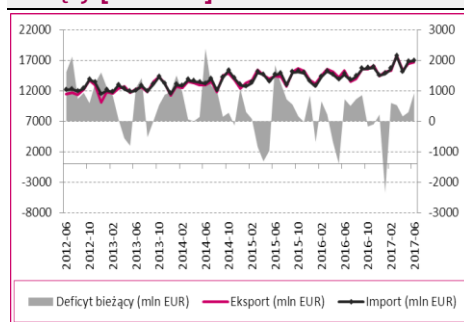
Popyt konsumpcyjny pozostaje mocny, co potwierdzają dane o sprzedaży detalicznej, która w lipcu była realnie o 6,8% wyższa niż przed rokiem. Wzrosty sprzedaży

detalicznej miały szeroki zakres i objęły wszystkie jej elementy, w tym przede wszystkim sprzedaż dóbr trwałych, których dynamika była w większości przypadków dwucyfrowa. Konsumpcji niezmiennie sprzyjają rosnące dochody realne, a także optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. W sierpniu oceny koniunktury konsumenckiej publikowane przez GUS ustanowiły nowe rekordy i poprawiły się w stosunku do poprzedniego miesiąca. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej był o 1,7 pkt. proc. w stosunku do poprzedniego miesiąca i wyniósł 5,7 pkt. Natomiast wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej wzrósł o 1,4 pkt. proc. w stosunku do poprzedniego miesiąca i ukształtował się na poziomie 2,7 pkt. Konsumpcja pozostanie zatem głównym motorem gospodarki, choć jej dynamika w kolejnych kwartałach powinna stopniowo wyhamować.

Perspektywy gospodarki pozostają optymistyczne, choć możliwości wyraźnego przyspieszenia wzrostu wydają się ograniczone, szczególnie jeśli nie nastąpi wyraźne odbicie inwestycji. W ich zakresie oczekiwać należy dalszego wzrostu inwestycji publicznych, szczególnie infrastrukturalnych finansowanych ze środków unijnych. Sektor prywatny, jak wskazują ostatnie dane pozostaje bardziej ostrożny, choć spadek depozytów firm i wzrost kredytów inwestycyjnych sugerują stopniową poprawę także w ich zakresie. W rezultacie wzrost gospodarczy w drugiej połowie roku powinien utrzymać się na poziomie zbliżonym do wyniku w pierwszej połowie.

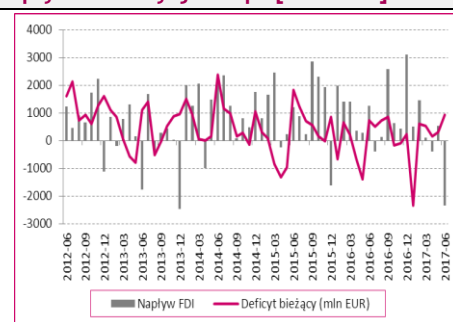
W czerwcu bilans obrotów bieżących zamknął się deficytem 932 mln EUR wobec deficytu 298 mln EUR w maju. W ujęciu płynnego roku stanowi obecnie 0,5% PKB wobec nadwyżki 0,1% PKB po 1Q br. Pogorszenie salda obrotów bieżących to efekt wyższego deficytu na rachunku obrotów towarowych, a także na rachunku dochodów pierwotnych. W samym czerwcu saldo wymiany towarowej było ujemne, równe -227 mln EUR. Wpływa na to dynamicznie rosnący import (+10,9% r/r), napędzany przez wzrost popytu krajowego. Na ścieżce wzrostowej utrzymuje się także eksport (+8,7% r/r w czerwcu), wspierany przez dobrą koniunkturę u naszych głównych partnerów handlowych, jednak jego dynamika jest niższa niż wzrost importu. W ujęciu geograficznym eksport najsilniej rośnie do krajów Europy Środkowo-Wschodniej, szczególnie do Rosji i Węgier. W solidnym tempie rośnie też sprzedaż na rynki strefy euro, która w pierwszej połowie tego roku była o 7,5% wyższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego.

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



Źródło: Datastream

**Wykres 4 Deficyt obrotów bieżących i napływ inwestycji bezp. [mln EUR]**



Źródło: Datastream

Pogorszenie salda dochodów pierwotnych może natomiast wiązać się z rosnącymi transferami wynagrodzeń wypłaconych zagranicznym rezydentom, głównie pracownikom z Ukrainy. W Q1 2017r. wypłaty wynagrodzeń zagranicznym pracownikom wzrosły o 71,3% r/r, licząc w euro, a ich wartość nominalna przekraczała dochody Polaków przebywających za granicą o 440 mln EUR. Trend ten powinien pogłębiać się w kolejnych miesiącach. Na pogorszenie salda odchołów pierwotnych w czerwcu wpłynął też wzrost dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w polskich podmiotach, głównie na skutek wypłat dywidendy (8,2 mld PLN w czerwcu). Poprawia się natomiast stopniowo saldo rozliczeń z UE w związku z większą absorpcją funduszy unijnych.

W kolejnych miesiącach saldo na rachunku obrotów bieżących będzie ulegało dalszemu pogorszeniu na skutek pogłębienia deficytu obrotów towarowych i wyższego deficytu dochodów pierwotnych. Wciąż silny popyt konsumpcyjny, a także spodziewana odbudowa inwestycji będą wspierać wyższy import, co przy stabilnym wzroście

**Perspektywy gospodarki pozostają optymistyczne, choć możliwości wyraźnego przyspieszenia wzrostu wydają się ograniczone**

**Stopniowy wzrost deficytu obrotów bieżących**

**Wypłaty wynagrodzeń migrantom zwiększają deficyt obrotów bieżących**

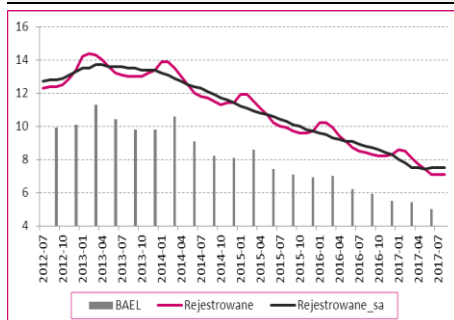
**Deficyt obrotów bieżących wzrośnie, pozostanie jednak niski**

### Wyhamowanie spadkowego trendu bezrobocia

eksportu będzie zwiększało deficyt towarowy. Częściowo będzie on łagodzony przez poprawę salda usług, co jest następstwem systematycznego rozwoju sektora usług outsourcingowych. Pod presją będzie znajdował się także rachunek dochodów pierwotnych, gdyż wypłaty wynagrodzeń pracownikom z zagranicy będą zwiększały deficyt. Pomimo wzrostu, deficyt pozostanie relatywnie niski, nie zagrażając stabilności polskiej gospodarki.

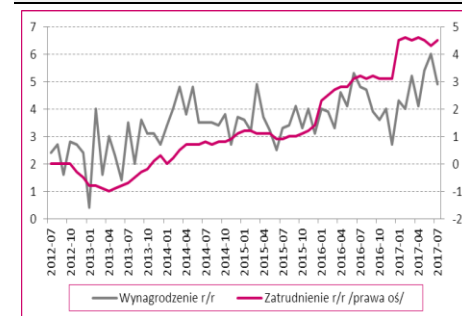
Sytuacja na krajowym rynku pracy pozostaje dobra, choć stopa bezrobocia się stabilizuje i w lipcu wyniosła 7,1%. Po raz pierwszy od 2012r. lipiec nie przyniósł jej sezonowego spadku. Zmniejsza się także roczny spadek stopy bezrobocia, który wyniósł w lipcu -1,4 pkt. proc. wobec -1,6 pkt. proc. w czerwcu. Spadać przestała także stopa bezrobocia odsezonowanego, która w okresie maj-lipiec wynosiła 7,5%. Liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych spadła o 5,0% r/r, natomiast liczba wyrejestrowań była o 14,2% mniejsza niż przed rokiem. Utrzymuje się wzrost ofert pracy, choć ich dynamika wyhamowuje. Stabilizuje się też liczba bezrobotnych przypadających na jedną ofertę pracy i w lipcu wyniosła 8,3 wobec 7,8 miesiąc wcześniej. Dane te potwierdzają dobrą sytuację na rynku pracy z punktu widzenia pracownika, choć potencjał do dalszego spadku bezrobocia jest już ograniczony.

**Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]**



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

### Podaż pracy coraz większym problemem dla pracodawców

Z punktu widzenia pracodawcy nasilają się natomiast problemy z pozyskaniem pracowników i coraz większa grupa przedsiębiorstw wskazuje na brak kadr, szczególnie wykwalifikowanych jako rosnącą barierę w rozwoju działalności gospodarczej. Aktualnie problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników należą, wraz ze zmieniającymi się przepisami oraz otoczeniem prawnym, do najważniejszych barier rozwoju przedsiębiorstw. W badaniach GUS już ponad 30% firm utrudniony dostęp do wykwalifikowanych pracowników wskazuje jako barierę działalności gospodarczej. W takich branżach jak produkcja metalowych wyrobów gotowych, produkcja pojazdów samochodowych, czy produkcja pozostałego sprzętu transportowego odsetek takich firm wynosi ok. 50%. Wpływ tego ograniczenia będzie się w kolejnych miesiącach nasilał, nie tylko ze względu na utrzymujący się wzrost popytu na pracę, ale także ze względu na spadek podaży pracy, m.in. w wyniku obniżenia wieku emerytalnego, które wejdzie w życie w październiku. ZUS poinformował, że do 8 września złożono 98,4 tys. wniosków o przejście na emeryturę, a według jego szacunków wzrost liczby emerytów związany z wprowadzeniem zmiany wieku emerytalnego, wyniesie w tym roku ok. 331,3 tys. Przy obecnej sytuacji na rynku pracy będzie to prowadziło do nasilenia napięć na rynku, których skutkiem będzie wzrost presji płacowej.

W najbliższych miesiącach oczekiwać należy stabilizacji stopy bezrobocia. Według szacunków MRPIPS w sierpniu wyniosła ona, podobnie jak w lipcu, 7,1%. Zbliżony poziom powinien być osiągnięty także na koniec tego roku.

Obecnie dynamika płac pozostaje umiarkowana, choć widoczny jest stopniowy wzrost presji płacowej. W lipcu wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wyhamował do 4,9% r/r z 6,0% r/r w czerwcu, choć w dużej mierze jest to efekt przesunięć w wypłatach premii w sektorze górnictwa. Utrzymujący się wzrost popytu na pracę, widoczny w danych o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw (wzrost o 4,5% r/r w lipcu), rosnący niedobór wykwalifikowanych pracowników będą wpływały na stopniowy wzrost płac. Z badań NBP dotyczących koniunktury przedsiębiorstw wynika, że płace będą nadal rosły, ale prawdopodobnie tempo tego wzrostu będzie zbliżone do dynamiki z poprzednich kwartałów. Nie należy spodziewać się zatem skokowego wzrostu płac, lecz umiarkowanego ich wzrostu.

### Pomimo napięć na rynku pracy, presja płacowa pozostaje umiarkowana

# Makro i rynek

raport miesięczny

**Ceny paliw i żywności przyspieszyły inflację w miesiącach letnich**

**Odwroćcie spadkowego trendu cen ropy naftowej**

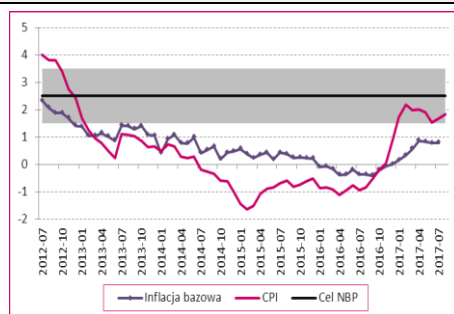
**W średnim okresie inflacji zbliży się do celu NBP**

**Zwyżki cen surowców podwyższają ceny producentów**

Miesiące letnie przyniosły nieznaczne przyspieszenie inflacji CPI, która wzrosła do 1,8% r/r w sierpniu z 1,5% r/r w czerwcu. To w głównej mierze efekt mniejszych niż w latach poprzednich sezonowych spadków cen żywności, a także odwrócenia spadkowego trendu cen ropy naftowej i wzrost cen na stacjach benzynowych. W efekcie inflacja bazowa pozostawała stabilna, a wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymywał się w okresie maj-lipiec na poziomie 0,8% r/r. Wskazuje to, iż presja inflacyjna pozostaje umiarkowana, a zmienność wskaźnika CPI to w głównej mierze skutek czynników podażowych.

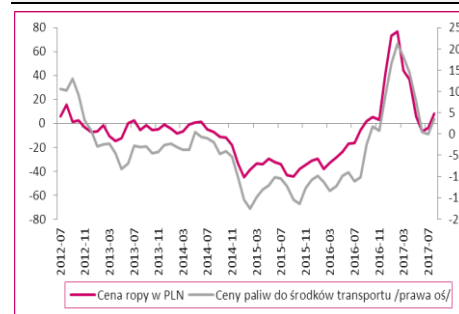
Spadkowy trend cen ropy naftowej, który wspierał zniżkę inflacji w pierwszej połowie tego roku wyhamował i od lokalnego dołka z połowy czerwca cena ropy Brent wzrosła o blisko 20%, w ujęciu dolarowym, i obecnie notowana jest na poziomie ok. 53 USD za barytkę. Jej średnia cena w sierpniu była o 12,4% wyższa niż przed rokiem. Wpływ tendencji na międzynarodowych rynkach surowców jest jednak częściowo łagodzony przez umocnienie złotego względem dolara i w ujęciu złotowym ropa jest droższa o ok. 6%. W naszej ocenie, biorąc pod uwagę sytuację popytowo-podażową na rynku, potencjał do dalszego wzrostu cen ropy wyczerpuje się i cena za barytkę ropy Brent powinna oscylować w przedziale 50-55 USD. Presja na wzrost inflacji ze strony rynku ropy powinna wygasać, a kontrybucja zmiany cen paliw do inflacji będzie w najbliższych miesiącach w dużej mierze pochodną efektów bazowych. Te natomiast spowodują, że na przełomie tego i przyszłego roku roczna dynamika cen paliw będzie ujemna i czynnik ten będzie sprzyjał obniżce ogólnego wskaźnika CPI.

**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

Średniookresowe perspektywy inflacji pozostają niezmiennione. Wzrost gospodarczy, powyżej potencjału, a także rosnące napięcia na rynku pracy i stopniowo zwiększająca się presja płacowa będą powodowały stopniowe nasilenie się procesów inflacyjnych. Inflacja, w tym także inflacja bazowa będą stopniowo rosły, choć w przyszłym roku nie powinny przekroczyć celu banku centralnego na poziomie 2,5%. W naszej ocenie średnioroczna inflacja wyniesie 1,8% w tym roku oraz 2,2% w roku 2018.

Ceny surowców miały również wpływ na wzrost cen producentów. Wskaźnik PPI wzrósł w lipcu do 2,2% r/r z 1,8% r/r w czerwcu. W samym licu natomiast ceny producenta zwiększyły się o 0,3% na co największy wpływ miały wzrosty cen w wydobywaniu węgla kamiennego i brunatnego (+4,3%) oraz w górnictwie rud metali (+2,4%). To efekt rosnących na rynkach międzynarodowych cen węgla, metali przemysłowych oraz ropy naftowej. Ceny węgla po spadkach w pierwszej połowie roku powróciły do wzrostów, a indeks metali CRB osiągnął w sierpniu poziom najwyższy od września 2014r. Na wzrost presji kosztowej wskazali też sami przedsiębiorcy z sektora przetwórstwa przemysłowego w ramach badania PMI. Rosnące koszty natomiast są częściowo przetrzucane na ceny sprzedawanych produktów. W sierpniu oczekujemy wzrostu rocznego wskaźnika PPI do 3,0%, jednak w kolejnych miesiącach, ze względu na wysoką bazę statystyczną, możliwy jest jego spadek.

### POLITYKA PIENIĘŻNA

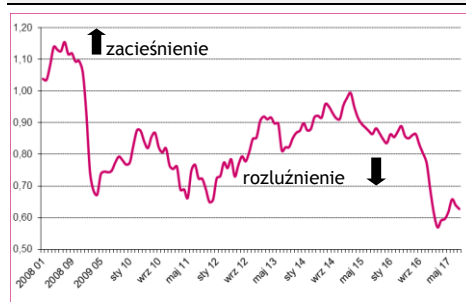
Pierwsze po wakacyjnej przerwie posiedzenie RPP nie przyniosło zmian parametrów w polityce pieniężnej. Stopy procentowe utrzymane zostały na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną wynoszącą 1,50%. Nie uległa zmianie także retoryka komunikatu, a także oczekiwania bankierów centralnych. W ocenie Rady w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana, czemu sprzyjać będzie sprzyjać obniżenie się dynamiki cen importu wynikające z oczekiwanej stabilizacji cen surowców energetycznych oraz niska presja inflacyjna za granicą. W efekcie, zdaniem RPP, ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

Utrzymane też zostało sformułowanie, iż w świetle dostępnych danych i prognozy obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Sugeruje to, iż najbliższe miesiące przyniosą stabilizację parametrów polityki pieniężnej. Prezes A. Głapiński podtrzymał tezę, że jeśli sytuacja w gospodarce będzie zbliżona do ścieżki zarysowanej w inflacji i PKB, to do końca 2018 r. stopy procentowe nie powinny się zmienić. Nie wykluczył jednak nasilenia się dyskusji i głosowań w sprawie zmian parametrów polityki pieniężnej w połowie przyszłego roku. W naszej ocenie utrzymanie polskiej gospodarki na ścieżce wzrostu gospodarczego, a także wzrost presji cenowej może skłonić RPP do podwyżki stóp w połowie przyszłego roku. Rynek terminowy stopy procentowej wycenia brak zmian stóp w perspektywie najbliższych 9-ciu miesięcy. Szanse na podwyżkę stóp w perspektywie roku wyceniane są obecnie na ok. 40%.

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

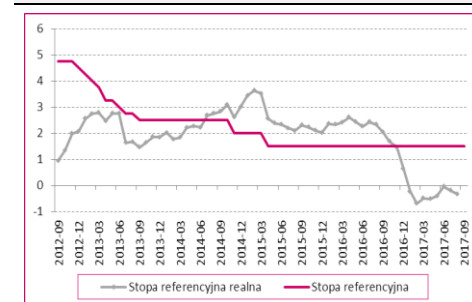
Adam Głapiński	„Jeśli wszystkie dane będą przychodzić takie, jak przewidują analitycy z Departamentu Analiz Ekonomicznych, to do końca 2018 r. będę głosował za utrzymaniem stóp procentowych.” (06.09.2017)
Grażyna Ancyparowicz	„Uzasadnieniem podwyżki stóp procentowych byłyby twarde dane i prognozy, świadczące o zbliżeniu się do górnej granicy celu, zwłaszcza gdyby wzrost cen następował pod wpływem czynników monetarnych. Na razie nie ma przesłanek uzasadniających takie obawy.” (12.07.2017)
Eugeniusz Gatnar	„Jeżeli te negatywne skutki ujemnych realnych stóp procentowych będą się nasilać i w kolejnych miesiącach będziemy obserwować dalszy odpływ depozytów i negatywny wpływ na poziom oszczędności, to będzie to dla mnie argumentem za rozważeniem podwyżki stóp procentowych nawet pod koniec tego roku” (12.07.2017)
Lukasz Hardt	„Lepiej żeby ujemne realne stopy Jeżeli 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 popuszczać obecnego stanu.” (20.06.2017)
Eryk Łon	„Być może w najbliższych kilku miesiącach pojawi się potrzeba złagodzenia polskiej polityki pieniężnej. Coraz bardziej intensywnie myślę o perspektywie obniżki stóp procentowych NBP o 50 pkt. bazowych.” (11.09.2017)
Jerzy Osiatyński	„Jeśli byłaby presja na ceny ze strony jednostkowych kosztów pracy i nie byłoby reakcji ze strony rządu (w formie umów ze związkami zawodowymi), to nie tylko byłbym skłonny poprzeć wniosek o podwyżkę stóp proc., ale mógłbym go również złożyć.” (14.07.2017)
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	„Stopy procentowe powinny zostać delikatnie podniesione teraz, jako że sytuacja gospodarcza jest korzystna.” (29.08.2017)
Jerzy Żyżyński	„Inflacja się ustabilizowała i ostatnio była nawet lekka tendencja niżkowa, więc na razie nie ma absolutnie żadnego powodu do podwyżki stóp procentowych. Sytuacja na rynku pracy może doprowadzić do wzrostu inflacji, ale dopóki nie będzie wyższej akcji kredytowej, to nie będzie to powód do podwyżki stóp procentowych” (12.09.2017)

Wykres 9 Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej [MCI]



Źródło: Datastream, obliczenia własne

Wykres 10 Stopa referencyjna realna i nominalna [%]



Źródło: Datastream, obliczenia własne

Warunki monetarne w polskiej gospodarce pozostają akomodacyjne, a indeks restrykcyjności polityki pieniężnej nieznacznie się obniżył w ostatnich dwóch miesiącach. Utrzymaniu łagodnych warunków monetarnych sprzyjają niskie realne rynkowe stopy procentowe (WIBOR), które w ostatnich miesiącach są bliskie zera. Wyhamowało także umocnienie złotego, który na początku tego roku spowodowało nieznaczne zaostrzenie warunków monetarnych. Mierząc realnym efektywnym kursem walutowych złoty jest obecnie blisko 4% mocniejszy w porównaniu ze styczniem, choć w okresie lipiec-sierpień pozostawał względnie stabilny. Pomimo nieznacznego wzrostu indeksu MCI polityka monetarna w Polsce pozostaje bardzo łagodna.

Źródło: PAP

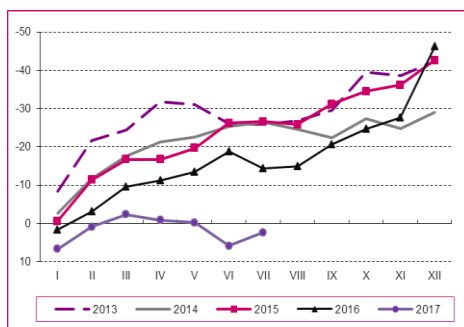
**Planowane wykonanie deficytu na ten rok wynosi 32,9 mld PLN**

**Założenia do budżetu na 2018 rok optymistyczne, ale możliwe do zrealizowania. Głównym zrzutem do budżetu 2018 jest wzrost ekspansji fiskalnej w warunkach dobrej koniunktury**

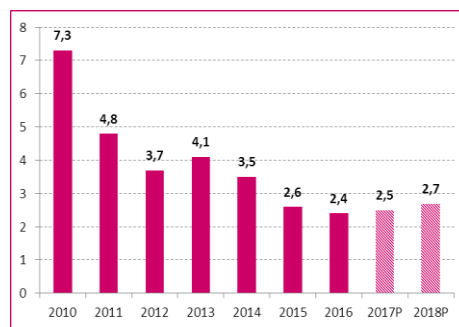
### POLITYKA FISKALNA

Bieżąca sytuacja budżetu państwa pozostaje korzystna. Po lipcu budżet wykazał nadwyżkę 2,35 mld PLN i jest to najlepszy wynik na tym etapie roku od 2007. W samym lipcu był deficyt 3,51 mld PLN. Strona dochodowa wciąż prezentuje się korzystnie, choć dynamika dochodów wyhamowała do 9,3% po lipcu r/r z 16,5% r/r po czerwcu, na co wpływ miały niższe wpływy niepodatkowe. Dochody podatkowe wzrosły po lipcu o 16,2% r/r, a najszybciej wciąż rosną wpływy z VAT (+24,2% r/r). Choć w samym lipcu wzrosły dochody z większością podatków wyhamowały, to ich realizacja wciąż pozostaje wyższa niż w roku ubiegłym. Dobrej realizacji dochodów towarzyszą stabilne wydatki, które po lipcu były zaledwie o 0,4% wyższe niż rok wcześniej, na co wpływ miały niższe koszty obsługi długu oraz dotacja do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W ostatnich miesiącach koszty obsługi długu zaczęły przyspieszać, natomiast dobra sytuacja na rynku pracy i rejestracja w systemie ubezpieczeń imigrantów z Ukrainy poprawiają sytuację finansową ZUS i tym samym zmniejszają skalę koniecznej dotacji z budżetu. W projekcie budżetu na 2018 rok rząd zakłada, że deficyt w całym bieżącym roku będzie o blisko 26,4 mld PLN niższy od planu i wyniesie 32,9 mld PLN. To w dużej mierze efekt lepszej realizacji dochodów, których planowane wykonanie szacowane jest na poziomie ok. 18,4 mld PLN wyższym niż zakładano.

**Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]**



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



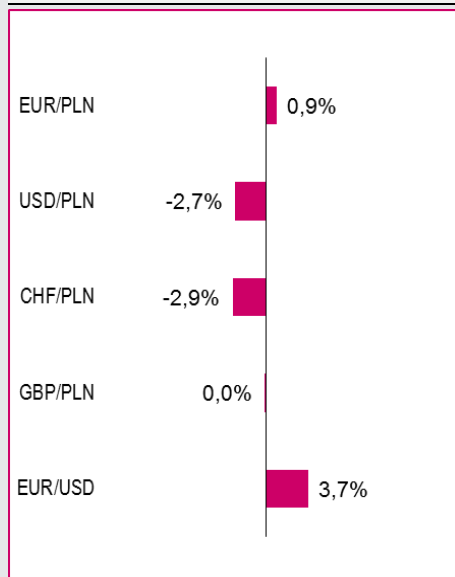
Źródło: MinFin

Źródło: Datastream, MinFin

Pod koniec sierpnia rząd zaprezentował założenia do przyszłorocznego budżetu. W naszej ocenie są to założenia lekko optymistyczne, ale możliwe do zrealizowania. Projekcja dochodów przygotowana została przy założeniu wzrostu PKB o 3,8%, konsumpcji prywatnej o 3,5% i inflacji 2,3%. Założone w projekcie wpływy z podatków PIT i CIT są bliskie naszym szacunkom. Dobra sytuacja na rynku pracy, wzrost płac, a także dobra sytuacja finansowa firm będą wspierały ich realizację. Jako optymistyczne oceniamy szacunki wpływów z podatku VAT, które wg założeń mają wzrosnąć o 12,5 mld do 166 mld PLN. Przy założonej w budżecie ścieżce wzrostu nominalnej konsumpcji, która jest główną bazą dla wpływów z podatków pośrednich, oznaczałoby to wzrost efektywnej stawki podatkowej do rekordowo wysokiego poziomu. Założenie to oceniamy jako optymistyczne, nawet w obliczu zakładanego uszczelnienia systemu podatkowego. To główne ryzyko po stronie dochodów, które jednak nie powinno wpłynąć na ogólną realizację deficytu, który na 2018 rok zakładany jest na poziomie 41,49 mld PLN (2,0% PKB wobec 1,7% PKB w tym roku). Szczególnie, że rząd korzystając z dobrej sytuacji budżetowej w tym roku może przesunąć część deficytu przyszłorocznego na ten rok. Sugeruje to wypowiedź wicepremiera Morawieckiego, że planowane wykonanie deficytu w tym roku może wynieść 40-41 mld PLN a w projekcie budżetu przyjęto 32,9 mld PLN. Deficyt sektora general government założony został na 2,7% PKB wobec planowanego wykonania w tym roku 2,5% PKB. I to jest główny zarzut wobec projektu budżetu na rok 2018, który zakłada luzowanie fiskalne w warunkach bardzo dobrej koniunktury. W warunkach utrzymania gospodarki na ścieżce wzrostu budżet powinien być zrealizowany, natomiast w sytuacji jej pogorszenia jest istotne ryzyko wyraźnego pogorszenia stabilności fiskalnej. Szczególnie, że kalendarz wyborczy (wybory samorządowe - rok 2018, parlamentarne - rok 2019, prezydenckie - rok 2020) nie będą sprzyjały konsolidacji fiskalnej w najbliższych latach.

## KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

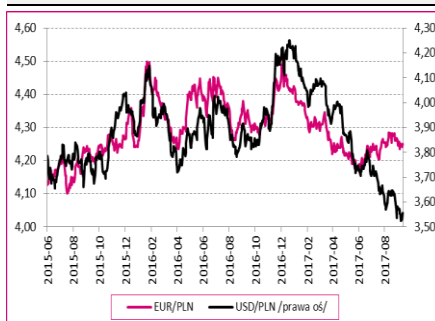
Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana 2-miesięczna, %]



Źródło: Reuters

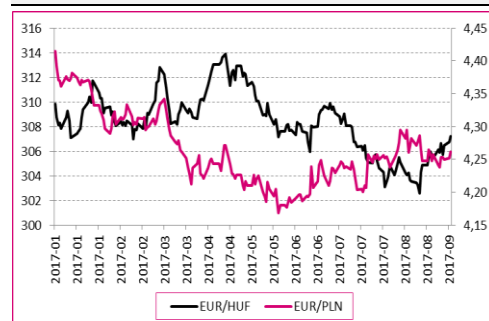
Miesiące wakacyjne przyniosły kontynuację zainaugurowanego w maju wzrostowego trendu w notowaniach EUR/PLN. Złoty osłabił się w trzech ostatnich miesiącach o trzynaście groszy osiągając w połowie sierpnia poziom 4,2953. Źródłem słabszej postawy polskiej waluty w ostatnich miesiącach był miks czynników krajowych i zewnętrznych. W lipcu wzrost ryzyka politycznego w Polsce - związany z forsowaniem przed rząd kontrowersyjnej reformy sądownictwa - przyniósł największą od listopada ubiegłego roku jednodniową zwyżkę notowań EUR/PLN. Nieoczekiwanie jednak zapowiedź prezydenta Andrzeja Dudy weta do ustaw o Sądzie Najwyższym i Krajowej Radzie Sądownictwa przejściowo zdjęła negatywną presję z polskich aktywów. W sierpniu z kolei negatywnie na wartość złotego przekładały się informacje o zaostrzeniu się konfliktu na linii Korea Północna - Stany Zjednoczone. Wzrost awersji do ryzyka skutecznie zmniejszył zainteresowanie inwestorów bardziej ryzykownymi aktywami.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Macrobond

Wykres 15 Notowania kursu EUR/PLN i EUR/HUF



Źródło: Macrobond

Złoty osłabił się w trzech ostatnich miesiącach o trzynaście groszy osiągając w połowie sierpnia poziom 4,2953

W lipcu i sierpniu równie ciekawie prezentowały się notowania pozostałych par złotych. Silny spadek - za sprawą malejących, z uwagi na słabsze wyniki gospodarcze, szans na trzecią w tym roku podwyżkę stóp procentowych w USA - zanotował kurs USD/PLN, który testował poziom 3,54 tj. najniższy od połowy 2015 roku. Najbardziej spektakularne zmiany towarzyszyły jednak notowaniom CHF/PLN. Tylko na przelocie lipca i sierpnia kurs zniżkował aż o 20 groszy do poziomu 3,6729 - najniższego od 15 stycznia 2015 roku tj. dnia, gdy szwajcarski bank centralny zaprzestał obrony minimalnego poziomu 1,20 w notowaniach EUR/CHF.

Miesiące letnie na rynku pozostałych walut również przyniosły sporą zmienność. Dość nieoczekiwanie, w sytuacji, gdy na wartości tracił złoty, umacniał się forint. W połowie sierpnia węgierska waluta była najmocniejsza względem euro od ponad dwóch lat. W tym czasie EUR/PLN wyznaczył blisko półroczne maksimum. Ważnym wydarzeniem w regionie była pierwsza od 2008 roku podwyżka stóp procentowych w Czechach. Tamtejszy bank centralny podniósł koszt pieniądza o 20 bps do 0,25%, czym wywołał gwałtowną, lecz krótkotrwałą aprecjację korony, po której kurs EUR/CZK chwilowo spadł poniżej poziomu 26,00.

Uważamy, że stabilizacja kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,25 - który uznajemy za krótkoterminowy poziom równowagi - ma szansę kontynuacji

Wrzesień miał być czasem podwyższonej zmienności złotego z uwagi na posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego oraz amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Tak się jednak prawdopodobnie nie stanie. EBC nie zdecydował się bowiem na zasygnalizowanie zmian polityce pieniężnej i opóźnił decyzję dotyczącą programu skupu aktywów do października, a nawet grudnia. Także Fed w obliczu ostatnich mieszanych danych z gospodarki USA prawdopodobnie potwierdzi przypuszczenia rynku o braku trzeciej w tym roku podwyżki stóp procentowych. Z tego powodu uważamy, że stabilizacja kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,25 - który uznajemy za krótkoterminowy poziom równowagi - ma szansę kontynuacji. Ustąpienie - wspomnianych wcześniej - dwóch istotnych czynników ryzyka dla wartości złotego sprawia, że na znaczeniu zyskać mogą informacje krajowe. Nie uważamy bowiem, aby wybory parlamentarne w Niemczech mogły wywoływać zmienność walut emerging markets. Krajowymi źródłami zmienności mogą natomiast okazać się wydarzenia polityczne związane ze zbliżającym się przedstawieniem przez prezydenta Dudę propozycji reformy polskiego sądownictwa. Większe ryzyko przypisujemy działaniom, które mogą skutkować



Miesiące wakacyjne były czasem stabilizacji notowań SPW

Rynek długu pozytywnie przyjął przedstawiony przez Ministerstwo Finansów wstępny projekt budżetu na 2018 rok

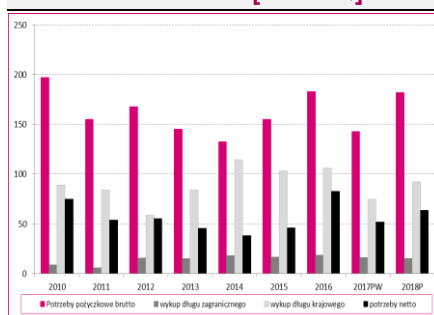
osłabieniem polskiej waluty. Z tego powodu koniec kwartału kurs EUR/PLN może zakończyć na poziomie bliskim 4,30, USD/PLN na 3,70, a CHF/PLN 3,85.

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

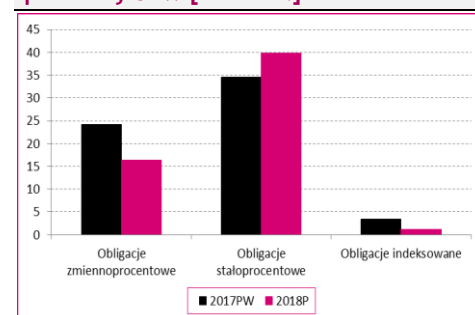
Przez cały lipiec i większość sierpnia notowania SPW stabilizowały się wokół poziomu 3,35% w przypadku 10-letniego benchmarku, 2,70% dla 5-latek i 1,85% na krótkim końcu krzywej. Niewielkiej aktywności inwestorów sprzyjał brak potencjalnych impulsów z zewnątrz, a także utrzymanie retoryki Rady Polityki Pieniężnej, czy wakacyjne ograniczenie aktywności Ministerstwa Finansów na przetargach długu. Ciekawie zrobiło się dopiero w drugiej połowie minionego miesiąca, gdy malejące szanse na normalizację polityki pieniężnej w USA skutkowały niższą obligacji na rynkach bazowych, a w konsekwencji także wzrostem cen krajowego długu.

Rynek długu pozytywnie przyjął ponadto przedstawiony przez Ministerstwo Finansów pod koniec ubiegłego miesiąca wstępny projekt budżetu na 2018 rok. Planowane na przyszły rok potrzeby pożyczkowe netto kształtują się na poziomie 63,32 mld PLN wobec kwoty przewidywanego wykonania w 2017 roku na poziomie 53,78 mld PLN (i 79,12 mld PLN zapisanych w ustawie budżetowej na 2017 rok). Planowany poziom potrzeb pożyczkowych brutto (suma potrzeb netto oraz przypadającego do wykupu długu) wynosi natomiast 181,7 mld PLN wobec kwoty przewidywanego wykonania w 2017 roku na poziomie 143,69 mld PLN i zapisanych w ustawie budżetowej na ten rok 178,49 mld PLN. Być może pomimo wzrostu potrzeb netto w 2018 roku optymizm inwestorów wynikał z tegorocznego doświadczenia, gdy w stosunku do ustawy budżetowej potrzeby netto okazały się niższe o ponad 20 mld PLN. Między innymi po tych informacjach dochodowość 10-latków obniżyła się na koniec sierpnia do 3,28%.

Wykres 16 Potrzeby pożyczkowe brutto i ich struktura [mld PLN]



Wykres 17 Planowane przychody ze sprzedaży SPW [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Źródło: MinFin, opracowanie własne

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

		IX 2016		IX 2017	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł	
01.09.16	OK1018/DS0726/WZ1122	8,0			
22.09.17	przetarg zamiany	12,7			
14.09.17			przetarg zamiany		

Źródło: MinFin

Na początku września wsparcie dla krótkoterminowego długu stanowiła natomiast retoryka powakacyjnego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. Prezes NBP przyznał, iż nie ma podstaw, by dyskutować o podwyższeniu stóp procentowych. W kolejnych dniach natomiast E.Łon z RPP nie wykluczył nawet obniżki o 50 bps, a J.Żyżyński stwierdził, że przynajmniej do połowy przyszłego roku nie będzie powodu, żeby podwyższać stopy procentowe. Tak wyraźnie gotębi przekaz skutkował niższą dochodowością 2-latków do 1,67% tj. rocznego minimum. Wyraźnie obniżyły się także notowania kontraktów FRA.

Komentując zmiany w spreadzie polskich papierów do Bunda w ostatnich miesiącach należy zwrócić uwagę na dwa momenty. W połowie lipca spread na poziomie 268 bps był najmniejszy od ponad roku. Źródłem zacieśnienia się spreadu był przede wszystkim dynamiczny wzrost rentowności Bunda pod wpływem coraz mniej łagodnej retoryki Europejskiego Banku Centralnego. W połowie sierpnia natomiast różnica w dochodowości 10-latków polskiej i niemieckiej wyniosła już jednak 308 bps i była największa od 4 miesięcy. Wtedy to obawy związane między innymi z sytuacją w Korei Północnej skutecznie zmniejszyły zainteresowanie polskim długiem. Zmianie nie uległo natomiast nachylenie polskiej krzywej, które od lipca do chwili obecnej oscyluje wokół poziomu 150 bps.

Niedawny spadek dochodowości SPW wzdłuż całej krzywej skłonił nas do nieznacznego zweryfikowania naszych tegorocznych oczekiwań. W dalszym ciągu uważamy jednak,

że w kolejnych miesiącach presja na wzrost rentowności powinna się nasilać. Utożsamilibyśmy ją przede wszystkim z otoczeniem zewnętrznym, w szczególności postępującą normalizacją polityki pieniężnej na świecie i dołączaniem do tego grona coraz to nowych banków centralnych - także z naszego regionu. Wpływ czynników krajowych powinien natomiast się bilansować. Negatywny wpływ na wycenę SPW związany z reformą sądownictwa, czy sporem na linii Warszawa-Bruksela powinien być neutralizowany łagodną polityką pieniężną, czy możliwymi lepszymi ocenami perspektyw gospodarczych przez największe agencje ratingowe. Z tego powodu uważamy, że dochodowość 10-latk na koniec roku wzrośnie do 3,5%, a krótkiego końca krzywej do 1,9%.

### RYNKI ZAGRANICZNE

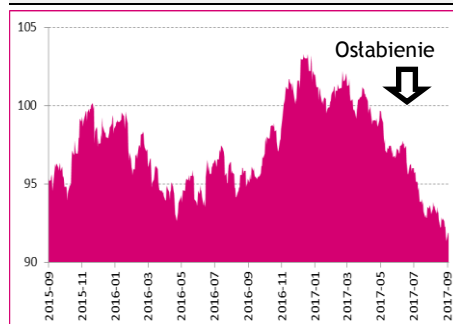
Lipiec i sierpień przyniosły gwałtowne wzrosty na rynku eurodolara

Lipiec i sierpień przyniosły gwałtowne wzrosty na rynku eurodolara. Z poziomu 1,14 na koniec drugiego kwartału notowania w szybkim tempie, bo już w połowie minionego miesiąca, dotarły do 1,2069. Źródłem zwwyżki kursu EUR/USD była niespodziewana jeszcze parę miesięcy temu zmiana oczekiwań, co do polityki pieniężnej w USA i strefie euro. Rynek - pod wpływem słabszych danych z amerykańskiej gospodarki - stopniowo redukuje prawdopodobieństwo dla trzeciej w tym roku podwyżki kosztu pieniądza. W tym samym czasie lepsze dane z EMU skutkowały coraz mniej gołębią retoryką EBC, która sprzyjała wzrostowi eurodolara.

Pod koniec lipca wyraźnie, bo z poziomu 1,10 do 1,15 wzrosły notowania EUR/CHF

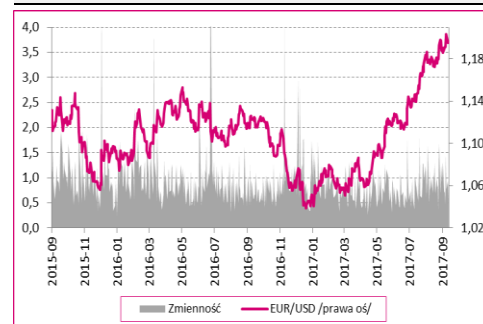
Aprecjacja wspólnej waluty omawianym okresie obserwowana była nie tylko w parze z dolarem. Pod koniec lipca wyraźnie, bo z poziomu 1,10 do 1,15 wzrosły notowania EUR/CHF. Było to największe od września 2011 roku jednomiesięczne osłabienie franka wobec euro. Powodów takiego ruchu trudno było doszukiwać się po stronie czynników fundamentalnych. Te bowiem nie uległy zmianie w tym czasie. Część komentatorów zwracała natomiast uwagę na niską płynność rynku franka jako przyczynę tak gwałtownych zmian oraz korzystną dla zwwyżki sytuację techniczną, po wybiciu się przez kurs EUR/CHF powyżej poziomu 1,1080. Źródłem wzrostu kursu nie była także aktywność SNB na rynku walutowym, gdyż dane z tego okresu wskazywały na niemal całkowity brak interwencji. Zmianie nie uległa ponadto retoryka przedstawicieli szwajcarskiego banku centralnego. Za główne źródło zwwyżki EUR/CHF uznajemy siłę euro, w szczególności, iż w tym czasie wyraźnie wzrosła korelacja pomiędzy EUR/CHF a EUR/USD.

Wykres 18 Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Macrobond

Wykres 19 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



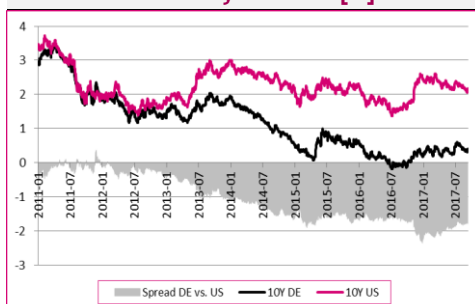
Źródło: Macrobond

W naszej ocenie paliwo do dalszych wzrostów eurodolara ulega wyczerpaniu

W naszej ocenie paliwo do dalszych wzrostów eurodolara pochodzące z oczekiwań na brak trzeciej podwyżki stóp procentowych w USA w tym roku i spodziewanej normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro poprzez ograniczanie programu QE ulega już wyczerpaniu. Potwierdzają to niedawne trudności ze skutecznym wybiciem się eurodolara powyżej bariery 1,20. Niewykluczone jednak, iż w notowaniach eurodolara czeka nas co najmniej krótkoterminowa korekta. W przeciwieństwie do pierwszej połowy tego roku bowiem - gdy eurodolar koncentrował się blisko 14-letniego minimum - bilans szans i zagrożeń związanych z perspektywami polityki pieniężnej w USA i EMU odwrócił się. Obecnie rynek w większym stopniu nastawiony jest na mniej łagodne podejście ECB aniżeli na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Tymczasem kwestia nadmiernej aprecjacji euro względem dolara - od początku roku aż 14% - jest także coraz częściej podnoszona przez władze ECB jako czynnik ryzyka dla inflacji CPI, a tym samym procesu normalizacji polityki pieniężnej.

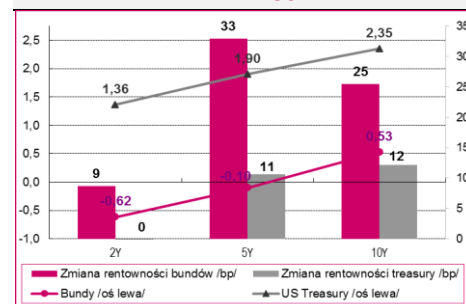
W USA natomiast - mimo wysoce prawdopodobnego opóźnienia kolejnej podwyżki stóp procentowych - rosną szanse na reelekcję J.Yellen, która rozpoczęła w grudniu 2016 roku proces zacieśniania polityki pieniężnej. Jak wynika z upublicznionego we wrześniu kalendarza spotkań J.Yellen - 17 lipca prezes Fed spotkała się z Ivanka Trump. Tydzień później prezydent USA zapewnił, iż reelekcja J.Yellen jest możliwa.

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



Źródło: Reuters

**Wykres 21 Dwumiesięczna zmiana dochodowości Bunda i UST**



Źródło: Reuters

**Pod koniec lipca spread pomiędzy 10-latką amerykańską, a niemiecką zawężił się do najniższego od listopada 2016 roku**

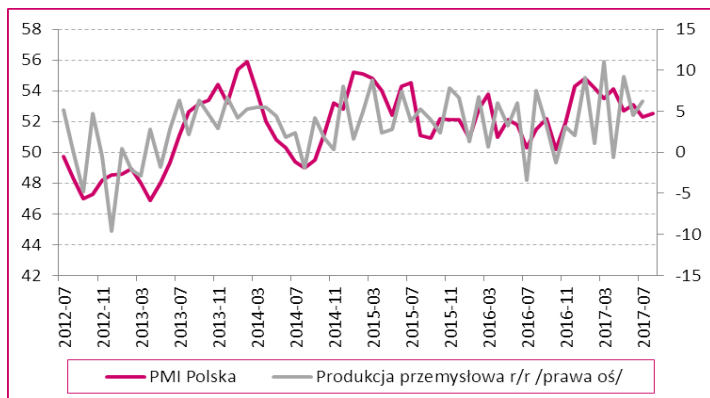
**Ograniczenie od 2018 roku programu QE mogłoby ponownie przywrócić rentowność 10-latki niemieckiej powyżej poziomu 0,50%**

Sytuację na rynku obligacji bazowych najlepiej oddaje fakt, iż pod koniec lipca spread pomiędzy 10-latką amerykańską, a niemiecką zawężił się do najniższego od listopada 2016 roku tj. wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych. Był to rezultat zmiany oczekiwań inwestorów, co do polityk pieniężnych Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Spadek szans - w ocenie rynku - na trzecią podwyżkę kosztu pieniądza w USA motywowany słabnącą inflacją sprawił, że od lipca rentowność amerykańskiej 10-latki systematycznie zniżkowała. Z kolei dla Bunda był to moment wyznaczenia 1,5-rocznego szczytu na poziomie 0,60%. Czynnikiem odpowiadającym za wzrost dochodowości była między innymi informacja Wall Street Journal, iż w trakcie zaplanowanego wrześniowego posiedzenia Europejski Bank Centralny prawdopodobnie zasygnalizuje rozpoczęcie stopniowego ograniczania programu skupu aktywów w 2018 roku. Gazeta - powołując się na źródła w banku - poinformowała również, że Mario Draghi weźmie w sierpniu udział w konferencji amerykańskiej Rezerwy Federalnej w Jackson Hole, a w swoim przemówieniu ma wskazać na rosnące przekonanie EBC odnośnie stanu gospodarki eurolandu oraz na mniejszą konieczność utrzymywania stymulacji monetarnej.

Ostatecznie medialne doniesienia nie potwierdziły się. Konferencja w Jackson Hole nie przyniosła zmiany retoryki przedstawicieli EBC, a podczas wrześniowego posiedzenia banku M.Draghi odnosząc się do programu QE stwierdził, że większość decyzji w tej sprawie zostanie podjęta w październiku. Prezes EBC zastrzegł jednak, że "znacząca" akomodacja monetarna ze strony banku jest wciąż potrzebna. Z tego powodu kluczowe dla kierunku notowań Bunda będzie najbliższe posiedzenie EBC. Ograniczenie od 2018 roku wartości programu skupu aktywów mogłoby ponownie przywrócić rentowność 10-latki niemieckiej powyżej poziomu 0,50%. Do tego czasu jednak najprawdopodobniej będziemy świadkami stabilizacji notowań Bunda wokół poziomu 0,35%, a większe fluktuacje możliwe będą jedynie w czasach zmian w apetycie na ryzyko przykładowo w wyniku zaostrzenia konfliktu na Półwyspie Koreańskim. Wycena amerykańskiego długu w nadchodzących kwartałach również powinna kontynuować stabilizację nieco powyżej poziomu 2,0% w przypadku 10-letniego benchmarku, o ile wrześniowe posiedzenie Fed nie przyniesie utrzymania prognoz dotyczących tegorocznej ścieżki podwyżek stóp procentowych. Jest to jednak mało prawdopodobne by Fed zdecydował się na trzecią w tym roku, a czwartą w rozpoczętym pod koniec 2016 roku cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Rynek stopy procentowej kolejną podwyżkę stóp procentowych w USA zakłada dopiero w marcu przyszłego roku.

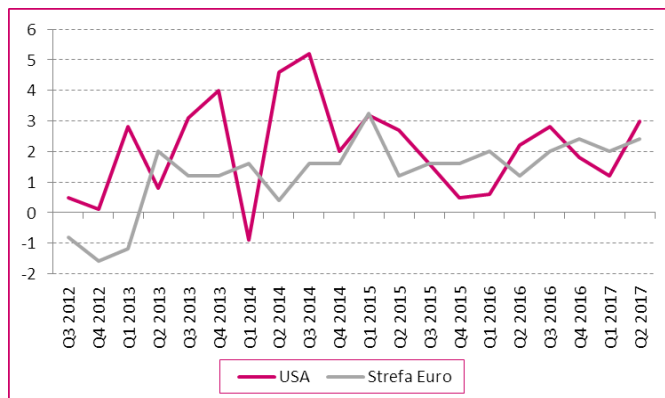
## PRZEGLĄD DANYCH

**Wykres 22** Produkcja przemysłowa [% r/r] oraz indeks PMI w polskim przemyśle [pkt.]



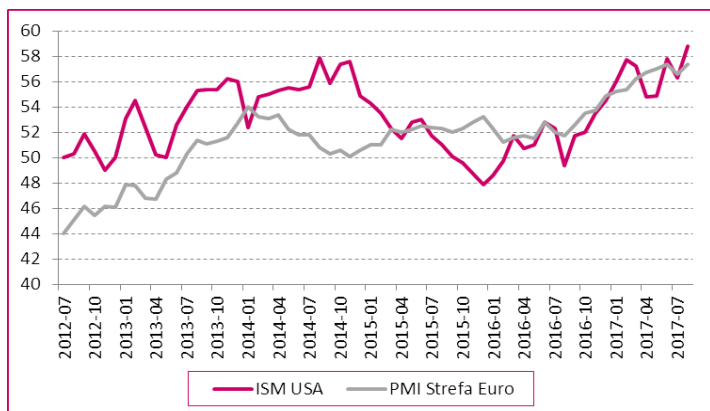
Źródło: Datastream

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



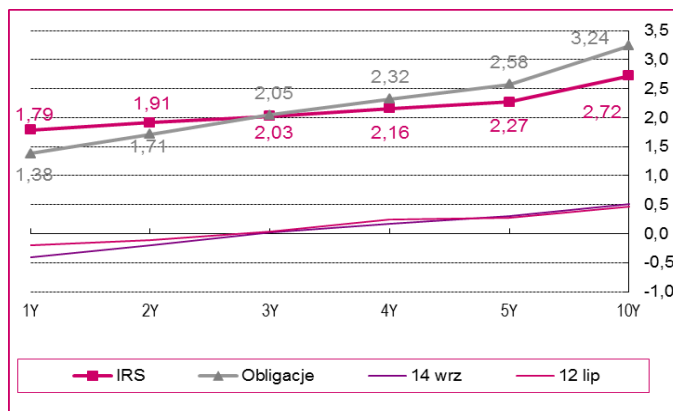
Źródło: Datastream

**Wykres 24** Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



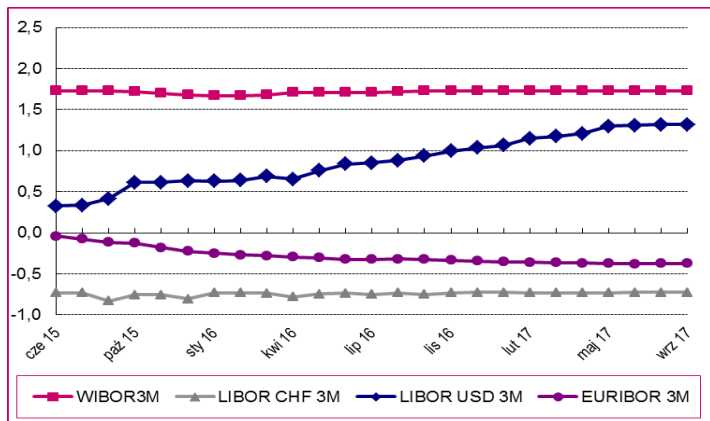
Źródło: Datastream

**Wykres 25** Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



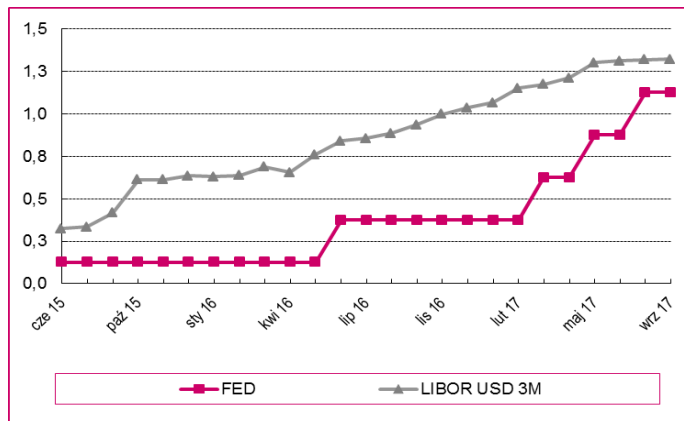
Źródło: Reuters

**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

	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17
Inflacja- CPI (% r/r)	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	1,9
Inflacja bazowa (% r/r)	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
Ceny producenta - PPI (% r/r)	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	2,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,2	5,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,2	4,5	6,2	6,2	2,4
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	6,1	9,5	5,2	7,9	6,7	7,4	5,8	6,8	6,1	6,3
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-219	2342	-599	-529	-160	-298	-932	-878	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	16,2	8,7	10,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	21,4	15,0	8,3	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	5,7	5,9
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5
Stopa bezrobocia (%)	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,1	7,1

	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 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)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	2,04	2,19	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,75
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,89	3,17	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,65
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,63	3,89	3,82	3,51	3,43	3,24	3,33	3,37	3,29	3,35
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,05	1,08	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,16

### 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	1954,8
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	4,4
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3	3,8	4,5
Inwestycje (wzrost realny, %)	0	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	4,5
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	-2,5
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	3,70

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

## KALENDARIUM

### Wrzesień / Październik

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
		13 GE: CPI EZ: produkcja przemysłowa, zatrudnienie US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, PPI	14 US: CPI, liczba nowych bezrobotnych	15 EZ: bilans handlowy US: sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeks uniwersytetu Michigan
18 EZ: CPI PL: płace, zatrudnienie	19 GE: ZEW PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna US: liczba pozwoleń na budowę	20 GE: PPI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż domów na rynku wtórnym, decyzja w sprawie stóp procentowych	21 PL: opis posiedzenia banku centralnego US: liczba nowych bezrobotnych	22 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach PL: podaź pieniądza M3 US: PMI w usługach
25 PL: stopa bezrobocia GE: IFO	26 US: Indeks CaseShiller, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board	27 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, zamówienia na dobra trwałego użytku GE: sprzedaż detaliczna	28 GE: CPI US: PKB, liczba nowych bezrobotnych	29 EZ: szacunek inflacji PL: inflacja CPI US: dochody i wydatki gospodarstw domowych, inflacja PCE, indeks uniwersytetu Michigan
02 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: PMI i ISM w przemyśle	03 EZ: PPI	04 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: ADP, PMI w usługach, liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	05 US: raport Challengeera, bilans handlowy, zamówienia fabryczne, liczba nowych bezrobotnych	06 GE: zamówienia fabryczne PL: stan rezerw NBP US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia
09 GE: produkcja przemysłowa EZ: indeks Sentix	10 GE: bilans handlowy	11 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, opis posiedzenia banku centralnego	12 EZ: produkcja przemysłowa PL: inflacja CPI US: PPI	13 GE: CPI PL: inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna, 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](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

#### Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

[mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl](mailto:mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl)

#### Bank Millennium SA

[www.millenet.pl](http://www.millenet.pl)

ul. Stanisława Żaryna 2a  
02-593 Warszawa

801 331 331  
+48 22 598 40 40

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