

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

13 kwietnia 2018

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Podsumowanie miesiąca

- Dane o aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce wskazują na stabilizację koniunktury nieco poniżej poziomów z ostatniego kwartału ub. roku. Solidnym filarem gospodarki pozostaje konsumpcja prywatna. Dane o sprzedaży detalicznej wskazują na kontynuację solidnych wzrostów spożycia prywatnego, które napędzane jest przez rosnące dochody do dyspozycji oraz optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. Pierwszy kwartał tego roku to utrzymanie solidnych wzrostów produkcji budowlano-montażowej, której dynamika w lutym wyniosła 31,4% r/r. Budownictwo pozostanie czynnikiem napędzającym inwestycje w kolejnych kwartałach, jednak wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych oraz ograniczenia po stronie podaży pracy uniemożliwią utrzymanie podobnych dynamik w kolejnych kwartałach. Dane o inwestycjach w 4Q ub. roku, kiedy wzrosły o 11,3% r/r były pozytywnym zaskoczeniem, jednak struktura wzrostu inwestycji nie daje gwarancji utrzymania takich wyników w kolejnych kwartałach. Podstaw do optymizmu nie daje też struktura inwestycji w podziale na sektory własności. W firmach zatrudniających co najmniej 50 osób najsilniej, bo aż o 48,6% r/r wzrosły inwestycje firm sektora publicznego. Firmy prywatne były dużo ostrożniejsze w inwestycjach i nakłady wzrosły tam zaledwie o 3,1% r/r (nominalnie) wobec wzrostu o 2,2% r/r kwartał wcześniej. Dane wysokiej częstotliwości sugerują, że wzrost gospodarczy w 1Q wyniósł ok. 5,0% r/r. W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego wyhamowywania dynamiki gospodarki, a w całym 2018 roku wzrost gospodarczy wyniesie 4,7%.
- Wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w kwietniu nie przyniósł niespodzianki. Parametry polityki pieniężnej nie uległy zmianie i referencyjna stopa procentowa utrzymuje się od ponad trzech lat na historycznie niskim poziomie 1,5%. Prezes NBP A.Głapiński podkreślił na konferencji po posiedzeniu Rady, że w gremium tym umacnia się stanowisko, aby utrzymywać stopy procentowe NBP bez zmian w perspektywie dwóch kolejnych lat. Zaznaczył również, że nowe dane i prognozy, wobec braku nierównowag w gospodarce krajowej i relatywnie stabilnym otoczeniu zewnętrznym, przemawiają za oczekiwaniami braku zmian kosztu pieniądza również w dalszym horyzoncie. W jego ocenie w perspektywie kilku lat, w przypadku istotnego pogorszenia koniunktury, może pojawić się konieczność prac nad metodami pobudzania aktywności gospodarczej w Polsce innymi niż obniżenie stóp procentowych przez bank centralny. Wypowiedzi prezesa NBP wyraźnie wskazują, że w przypadku braku istotnych szoków zewnętrznych Rada Polityki Pieniężnej będzie dążyła do ustabilizowania kosztu pieniądza przez długi czas, możliwe, że do końca swojej kadencji.
- Przez zdecydowaną większość marca polska waluta traciła na wartości wobec euro. Źródłem słabszej postawy złotego niespodziewanie był czynnik krajowy tj. marcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Zaprezentowanie wyraźnie łagodnej retoryki przedstawicieli Rady wyrażone między innymi oceną prezesa NBP, iż stopy procentowe mogą nie wzrosnąć nawet do 2020 roku negatywnie podziało na wartość polskiej waluty. Dodatkowo, komfort RPP zwiększyły niższe od konsensusu odczyty inflacji CPI w Polsce w lutym i marcu. W trzy tygodnie z poziomu 4,1750 na koniec lutego, kurs EUR/PLN wzrósł do 4,2447 czyli maksimum z listopada 2017 roku.

PRZEGLĄD GOSPODARZY	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	1,50%-1,75%	1-2 maj	1,50%-1,75%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	21 cze	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	26 kwi	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	15-16 maj	1,50%

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

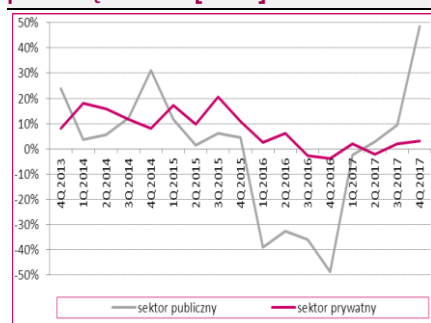
Stabilizacja koniunktury na wysokim poziomie na początku tego roku

Dane o aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce wskazują na stabilizację koniunktury nieco poniżej poziomów z ostatniego kwartału ubiegłego roku. Dynamika produkcji przemysłowej nieznacznie wyhamowała w lutym do 7,4% r/r z 8,7% r/r w styczniu, głównie ze względu na czynniki kalendarzowe i statystyczne. Eliminując ich wpływ wzrost produkcji przyspieszył do 7,3% r/r w lutym wobec 6,4% r/r w styczniu. Podobnie jak w poprzednich miesiącach wzrosty produkcji miały szeroki zakres, obejmując zarówno eksporterów, jak i producentów na rynek krajowy. Spadła jednak liczba branż odnotowujących wzrost produkcji, która w lutym wyniosła 26 wobec 30 miesiąc wcześniej. Udział wartości produkcji gałęzi, w których odnotowano wzrost wynosi ponad 83,2% całości agregatu wobec 96,7% miesiąc wcześniej. Biorąc pod uwagę wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych oraz ograniczony zakres inwestycji w rozbudowę majątku produkcyjnego możliwości przyspieszenia wzrostu produkcji wydają się ograniczone. Sygnalizują to także odczyty indeksu PMI, który na początku tego roku obniżył się w stosunku do odczytów z końca minionego roku. Jego poziom w marcu wyniósł 53,87 pkt. wobec 55,0 w grudniu br. roku. W całym 1Q natomiast ukształtował się on na poziomie 54,0 pkt., tylko nieznacznie poniżej wyniku z 4Q 2017, kiedy wyniósł 54,2 pkt. Może to sygnalizować, że szczyt aktywności gospodarczej został prawdopodobnie osiągnięty na przełomie ubiegłego i bieżącego roku. W dalszym jednak ciągu wzrost gospodarczy utrzymuje się na podwyższonym poziomie.

Wzrost dochodów i optymistyczne nastroje sprzyjają utrzymaniu wzrostów konsumpcji

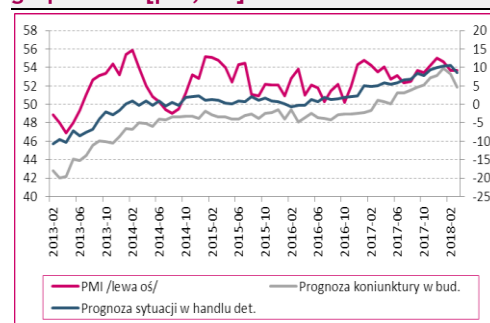
Solidnym filarem gospodarki pozostaje konsumpcja prywatna. Dane o sprzedaży detalicznej wskazują na kontynuację solidnych wzrostów spożycia prywatnego, które napędzane jest przez rosnące dochody do dyspozycji oraz optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. Dodatkowym czynnikiem wspierającym realną konsumpcję jest głębszy od oczekiwań spadek inflacji w pierwszych miesiącach tego roku. Biorąc pod uwagę tendencje na rynku pracy oczekiwać należy utrzymania tempa wzrostów konsumpcji. Na podstawie danych za styczeń i luty można szacować, że dynamika konsumpcji prywatnej w całym 1Q może być zbliżony do wyniku z 4Q 2017, kiedy wyniósł 4,9% r/r i osiągnąć poziom 5,0% r/r. Czynnikiem, który może nieznacznie obniżyć dynamikę konsumpcji w przyszłym roku jest planowane uruchomienie programu Pracowniczych Programów Kapitałowych, które zwiększając zasób oszczędności ograniczą strumień dochodów dostępny na konsumpcję.

Wykres 1 Dynamika inwestycji przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: Pontinfo

Wykres 2 Indeksy koniunktury w polskiej gospodarce [pkt, SA]



Źródło: Macrobond, GUS

Bardzo dobra koniunktura w sektorze budowlanym

Pierwszy kwartał tego roku to utrzymanie solidnych wzrostów produkcji budowlano-montażowej, której dynamika w lutym wyniosła 31,4% r/r, natomiast w okresie styczeń-luty 32,3% r/r. Wciąż głównym motorem budownictwa pozostają fundusze unijne napędzające inwestycje infrastrukturalne. W lutym wzrost produkcji w jednostkach specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej wyniósł imponujące 65,0% r/r. Wzrosty w budownictwie mają jednak szeroki zakres i obejmują także firmy zajmujące się wznoszeniem budynków, co powiązane jest z dobrą koniunkturą w zakresie budownictwa mieszkaniowego. Budownictwo pozostanie czynnikiem napędzającym inwestycje w kolejnych kwartałach, jednak wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych oraz ograniczenia po stronie podaży pracy uniemożliwią utrzymanie podobnych dynamik w kolejnych kwartałach.

Utrzymanie wzrostów inwestycji z 4Q ub. roku będzie bardzo trudne

Dane o inwestycjach w 4Q ub. roku, kiedy wzrosły o 11,3% r/r były pozytywnym zaskoczeniem, jednak struktura ich wzrostu nie daje gwarancji utrzymania takich wyników w kolejnych kwartałach. Głównym motorem inwestycji pozostały nakłady na infrastrukturę, co związane było z dynamicznie rosnącymi inwestycjami samorządów (wzrost o 43,0% r/r w 4Q 2017). Zwiększały się też nakłady na środki transportu, które były o 24,7% r/r wyższe niż przed rokiem, w głównej mierze ze względu na jednorazowe transakcje związane z zakupem samolotów. W efekcie, największy wzrost nakładów inwestycyjnych w cenach bieżących wystąpił w transporcie i gospodarce magazynowej (+37,4% r/r w roku 2017). Podstaw do optymizmu nie daje też struktura inwestycji w podziale na sektory własności. W firmach zatrudniających co najmniej 50 osób najsilniej, bo aż o 48,6% r/r wzrosły inwestycje firm sektora publicznego. Firmy prywatne były dużo ostrożniejsze w inwestycjach i nakłady wzrosły tam zaledwie o 3,1% r/r (nominalnie) wobec wzrostu o 2,2% r/r kwartał wcześniej. W dalszym więc ciągu sektor przedsiębiorstw pozostaje wstrzemięźliwy w rozpoczynaniu nowych projektów inwestycyjnych, pomimo rosnącego popytu, wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych oraz dobrych wyników finansowych. Przy takiej strukturze wzrostu inwestycji w 4Q ub. roku trudno oczekiwać utrzymania podobnych wzrostów także w kolejnych kwartałach.

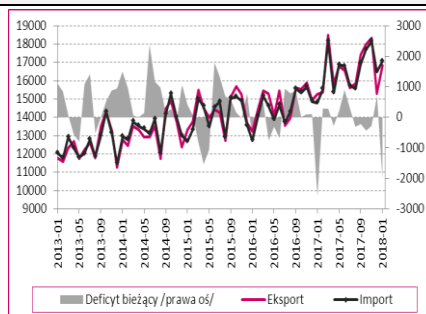
Wzrost PKB w 1Q br. wyniesie ok. 5%, a w kolejnych kwartałach nieco wyhamuje

Dane wysokiej częstotliwości sugerują, że wzrost gospodarczy w 1Q wyniósł ok. 5,0% r/r. W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego wyhamowywania dynamiki gospodarki, a w całym 2018 roku wzrost gospodarczy wyniesie 4,7%. Wskaźniki koniunktury PMI sugerują, że szczyt koniunktury gospodarka przechodziła na przełomie ubiegłego i bieżącego roku. Także dane dla strefy euro i Niemiec sugerują nieznaczne spowolnienie dynamiki PKB w stosunku do wyników pod koniec roku 2017. Pomimo nieznacznego spowolnienia, koniunktura w gospodarce polskiej, ale też globalnej powinna pozostać korzystna. Potencjalnym ryzykiem pozostaje eskalacja wojen handlowych pomiędzy głównymi gospodarkami światowymi, szczególnie na linii USA-Chiny.

Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących w styczniu

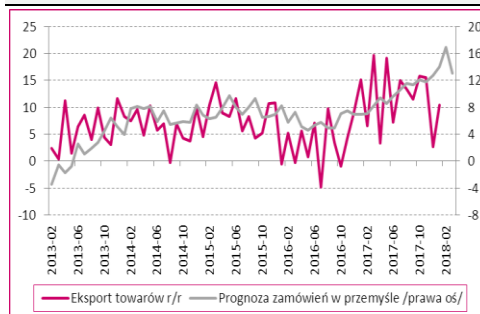
Saldo obrotów bieżących wykazało w styczniu nadwyżkę wartości 2,005 mld EUR wobec deficytu 1,152 mld EUR miesiąc wcześniej. Wyraźna poprawa na rachunku obrotów bieżących to w głównej mierze efekt napływu funduszy europejskich, co znalazło odzwierciedlenie w dodatnim saldzie na rachunku dochodów pierwotnych. W zakresie wymiany handlowej nastąpiło odbicie dynamiki eksportu, która wyraźnie wyhamowała w grudniu, choć jej wzrost w styczniu na poziomie 10,5% r/r jest niższy niż w większości miesięcy minionego roku. Koniunktura u naszych głównych partnerów handlowych pozostaje korzystna, choć wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach nie będzie już przyspieszał. W rezultacie możliwe jest także wyhamowanie wzrostów wolumenów wymiany eksportowej. Solidne wzrosty popytu krajowego, zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego, przekładają się natomiast na wzrost importu, którego dynamika (15,4% r/r w styczniu) przewyższa dynamikę eksportu. W rezultacie kontrybucja eksportu netto do wzrostu gospodarczego będzie mniej korzystana niż w poprzednich kwartałach. Pozostałe elementy rachunku obrotów bieżących nie zaskoczyły. Utrzymują się wzrosty przychodów ze sprzedaży usług, a saldo wymiany usług w całym ubiegłym roku było dodatnie i wyniosło 4,0% PKB. To najlepszy wynik w

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



Źródło: Datastream

Wykres 4 Eksport [% r/r] i prognoza zamówień w przemyśle (sa) [pkt.]



Źródło: Macrobond, GUS

historii, który potwierdza rosnącą rolę Polski jako dostawcy usług dla biznesu. Dane kwartalne potwierdziły też tendencje widoczne na rachunku obrotów pierwotnych, wskazujące na wzrost wypłat dla zagranicznych pracowników, co powiązane jest z

Wskaźniki równowagi zewnętrznej nie sygnalizują ryzyka dla stabilności polskiej gospodarki

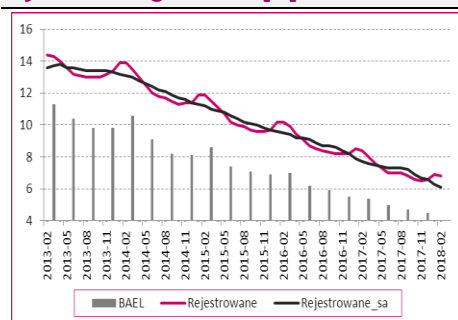
Powrót bezrobocia do spadków

rekordowo wysokim napływem pracowników z Ukrainy. W 4Q ub.r. wypłaty wynagrodzeń dla nierezydentów wyniosły łącznie 1,328 mld EUR, zaś saldo wynagrodzeń pracowników zamknęło się deficytem wartości 566 mln EUR.

Dane NBP wskazały na spadek zadłużenia zagranicznego Polski, które na koniec 2017 roku wyniosło 315,97 mld EUR, tj. blisko 3 mld EUR mniej niż rok wcześniej. Jego relacja do PKB natomiast obniżyła się do 66,5% z 76,1% w roku 2016. To w głównej mierze efekt spadku zadłużenia NBP, podczas gdy dług sektora rządowego, a także pozostałych sektorów (głównie przedsiębiorstw) zwiększył się w porównaniu z rokiem poprzednim. Wskaźniki równowagi zewnętrznej wskazują na brak zagrożeń dla stabilności zewnętrznej polskiej gospodarki. Spadkowi zadłużenia zagranicznego ogółem towarzyszyło obniżenie się zadłużenia krótkoterminowego oraz utrzymanie komfortowej relacji zadłużenia krótkoterminowego do rezerw NBP.

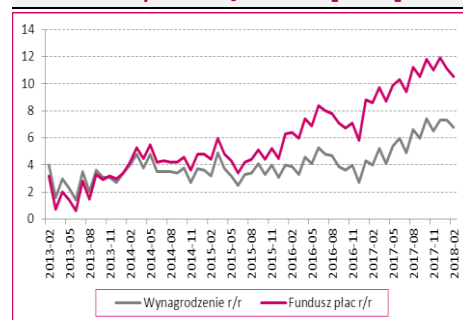
Po sezonowym wzroście w styczniu, luty przyniósł powrót spadków stopy bezrobocia rejestrowanego, która w lutym wyniosła 6,8% wobec 6,9% w styczniu. Oznacza to spadek o 1,6 pkt. proc. w porównaniu z lutym ubiegłego roku. Liczba bezrobotnych obniżyła się o 18,6% r/r i utrzymuje się na poziomach zbliżonych do historycznych minimów. Znajduje to odzwierciedlenie w spadających przepływach na rynku pracy. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych była bowiem o 12,0% niższa niż przed rokiem, natomiast liczba wyrejestrowań spadła o 15,0% r/r, przy czym liczba wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy obniżyła się o 11,4% r/r. Spadki bezrobocia utrzymane będą także w kolejnych miesiącach. Według szacunków MRPiPS w marcu wyniosła ona 6,8%, a w miesiącach letnich osiągnie ona wartości poniżej 6,0%. Jej niższa w marcu ma charakter sezonowy, jednak jej skala była najniższa od 2013r., co nieco zaskoczyło negatywnie. Niemniej jednak sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo korzystna. Wciąż utrzymuje się rosnący popyt na pracowników. Widać to nie tylko w statystykach zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, ale także w badaniach koniunktury. Wyniki badania PMI wskazały, że przedsiębiorcy z przemysłu przetwórczego zwiększali w marcu zatrudnienie w tempie najwyższym od kwietnia 2017r. Przy rosnących ograniczeniach podaży pracy oznacza to dalsze narastanie problemów z pozyskaniem odpowiednich pracowników.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Dynamika płac pozostaje umiarkowana, choć presja płacowa będzie narastać

Rynek pracy pozostaje pod presją na wzrost płac. W samym lutym dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała do 6,8% r/r z 7,3% r/r w styczniu, co mogło być spowodowane przesunięciami w wypłatach premii w części sektorów. Niemniej jednak fundamentalna presja na wzrost płac będzie się utrzymywać w następstwie dalszego spadku bezrobocia i nasilające się problemów z pozyskaniem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw, będący złożeniem dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia, wzrósł 10,5% r/r nominalnie i 9,1% r/r realnie. W dalszym więc ciągu sytuacja na rynku pracy wspiera dochody gospodarstw domowych, a także konsumpcję.

Inflacja ponownie poniżej dolnego pasma odchyień od celu

Pierwsze miesiące tego roku przyniosły szybkie wyhamowanie presji inflacyjnej. Jeszcze w listopadzie ubiegłego roku wskaźnik CPI znajdował się na poziomie celu inflacyjnego, a już w lutym tego roku spadł poniżej dolnej granicy wahań inflacji wokół celu, kształtując się na poziomie 1,4% r/r. To najniższy jego poziom od grudnia 2016r. Spadkowi presji cenowej w lutym sprzyjało odwrócenie niekorzystnych tendencji na rynku surowców, które wcześniej przyspieszały inflację. Wyhamowały bowiem wzrosty cen żywności i w lutym ich dynamika wyniosła 3,6% r/r, a jeszcze w

Makro i rynek

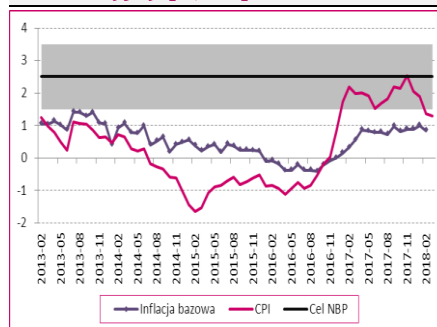
raport miesięczny

W zweryfikowanym koszyku inflacyjnym, wzrosła waga usług

grudniu kształtowała się na poziomie 5,8% r/r. Jednocześnie pogłębiły się spadki cen paliw, czemu sprzyjało zarówno umocnienie złotego względem dolara, ale także niższe cen surowca na rynkach międzynarodowych. Ceny paliw do prywatnych środków transporty były w lutym o 2,8% niższe niż przed rokiem. W dalszym więc ciągu dominujący wpływ na procesy cenowe w Polsce mają czynniki podażowe. Z tego punktu widzenia zaskakujący okazał się szacunek flash inflacji w marcu, który według GUS wyniósł 1,3% r/r. Do jego niżki prawdopodobnie przyczyniła się głównie niższa inflacja bazowa, która według naszych szacunków mogła wynieść ok. 0,6% r/r, co byłoby poziomem najniższym od roku.

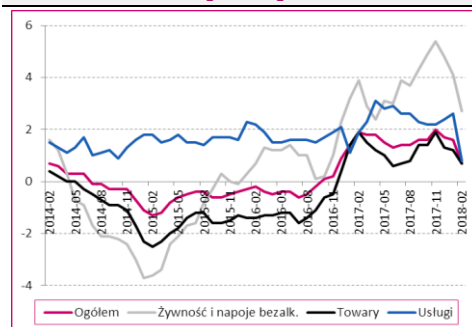
W marcu GUS opublikował zaktualizowany koszyk inflacyjny, wykorzystywany do wyliczenia wskaźników CPI w 2018r. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami zwiększyła się waga żywności, transportu oraz części innych usług (rekreacja i kultura, restauracje i hotele) co jest typowe dla gospodarek o rosnących dochodach gospodarstw domowych oraz bogacenia się społeczeństwa. W oparciu o nowy koszyk inflacyjny wyliczone zostały wskaźniki inflacji bazowej. W lutym obniżyły się 3 z 4 liczonych przez NBP miar inflacji bazowej, a główna z nich tj. wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,8% r/r, najniżej od października ub. roku.

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



Źródło: Datastream

Wykres 8 Wskaźniki inflacji cen konsumenta HICP [% r/r]



Źródło: Macrobond

W średnim okresie inflacja powróci do wzrostów

Spadek inflacji w lutym i marcu obniża ścieżkę inflacji w tym roku. W najbliższych miesiącach utrzyma się ona w okolicach dolnej granicy odchylenia inflacji od celu, po czym wzrośnie w 3Q, jednak zapewne nie przekroczy 2% r/r. W 4Q natomiast ponownie spadnie w okolice 1,5% r/r, ze względu na wysoką bazę statystyczną sprzed roku. W średnim okresie wzrosty inflacji powrócą ze względu na wzrosty inflacji bazowej, napędzanej wyższym od potencjału wzrostem gospodarczym i nasilającą się presją płacową. W krótkim terminie czynnikiem zmienności pozostaną ceny paliw. Wzrost napięć geopolitycznych wywindował ceny ropy do poziomu najwyższego od końca 2014r. Obecnie cena baryłki ropy Brent kształtuje się na poziomie blisko 72 USD, tj. blisko 15% wyżej niż w połowie lutego.

Wyjątkowo łagodna retoryka RPP na początku roku

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„My cały czas czekamy, czekaliśmy, na moment, że te stopy trzeba będzie wreszcie podnosić. W tej chwili tak daleko wydłuża się ten okres, (...) że może ostatecznie nastąpić taki moment, że działanie w przeciwnym kierunku byłoby wskazane”. (11.04.2018)
Grażyna Ancyparowicz	„Nie jestem zwolenniczką dalszego obniżania stóp procentowych, ale jeżeli będzie można, to byłoby dobrze utrzymywać jak najdłużej ich obecny poziom, ponieważ to stabilizuje rynek i sprzyja utrzymywaniu równowagi makroekonomicznej”. (14.03.2018)
Eugeniusz Gatnar	„Jest zbyt wcześnie, żeby wykluczyć możliwość podwyżki stóp procentowych w tym roku. Jeśli inflacja przekroczy cel w drugiej połowie roku, na fali mocnego impulsu ze strony rosnących płac, Rada powinna rozważyć reakcje w tym roku, żeby wyprzedzić to, co wydarzy się w 2019”. (19.02.2018)
Lukasz Hardt	”Nie powiedziałbym, że na 100 proc. nie będzie reakcji w tym roku, chociaż jej prawdopodobieństwo jest niższe niż parę miesięcy temu”. (13.03.2018)
Jerzy Kropiwnicki	„Jeszcze przynajmniej przez rok nie wydaje mi się, żebyśmy byli w sytuacji, która pozwoli nam na podjęcie decyzji o podwyżce stóp procentowych”. (16.11.2017)
Eryk Łon	„Nie potrzebujemy na razie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, nasza gospodarka rozwija się w szybkim tempie”. (11.04.2018)
Jerzy Osiatyński	„Wydaje mi się, że oczekiwania inflacyjne kształtują się w sposób wskazujący, że polityka, którą prowadzimy jest bezpieczna”. (7.2.2018)
Rafał Sura	„W marcu będziemy się zapoznawać z kolejną projekcją inflacji i jeśli w niej będą zawarte dane wskazujące na niekorzystne tendencje w kwestii naszych procesów inflacyjnych, to będzie to powód do tego, żeby w II połowie przyszłego roku myśleć nad ewentualną zmianą nastawienia”. (11.12.2017)
Kamil Zubelewicz	„(...) myślę, że do końca 2019 r. będzie ciężko uformować większość w RPP potrzebną do podwyżki stóp proc. (...) W przyszłym roku oczekujemy większej presji inflacyjnej niż w tym roku, ale skala tych zmian zapewne nie będzie istotna dla członków Rady”. (23.02.2018)
Jerzy Żyżyński	„Zgadzam się z (prezesem) Glapińskim, myślę, że nie mamy powodów do zmiany stóp procentowych, bo gospodarka jest stabilna i rosnąca”. (22.03.2018)

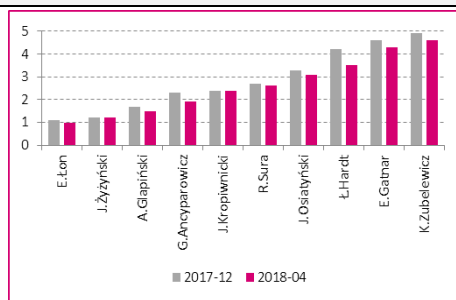
Źródło: PAP

POLITYKA PIENIĘŻNA

Wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w kwietniu nie przyniósł niespodzianki. Parametry polityki pieniężnej nie uległy zmianie, referencyjna stopa procentowa utrzymuje się zatem od ponad trzech lat na historycznie niskim poziomie 1,5%.

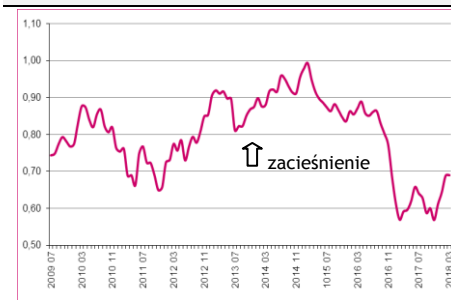
Zgodnie z oczekiwaniami retoryka komunikatu w niewielkim stopniu odbiega od prezentowanej w poprzednich miesiącach. W ocenie Rady bieżące dane i prognozy wskazują na korzystne perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce. W I kw. roczna dynamika PKB prawdopodobnie będzie zbliżona do obserwowanej w kwartale poprzedzającym, wspierana rosnącą konsumpcją oraz wyraźnym ożywieniem inwestycji, choć oczekuje się nieznacznie spowolnienia tempa wzrostu PKB w kolejnych latach. Jednocześnie inflacja CPI będzie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej utrzymywała się w pobliżu celu inflacyjnego. W rezultacie, w ocenie RPP obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz równowagi makroekonomicznej.

Wykres 9 Hawk-o-meter PAP; 1-jastrząb, 5 gołąb.



Źródło: PAP, opracowanie własne

Wykres 10 Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej



Źródło: GUS, NBP, opracowanie własne

Prezes NBP A.Głapiński podkreślił na konferencji po posiedzeniu Rady, że w gremium tym umacnia się stanowisko, aby utrzymywać stopy procentowe NBP bez zmian w perspektywie dwóch lat. Zaznaczył również, że nowe dane i prognozy, wobec braku nierównowag w gospodarce krajowej i relatywnie stabilnym otoczeniu zewnętrznym, przemawiają za oczekiwaniami braku zmian kosztu pieniądza również w dalszym horyzoncie. W jego ocenie w perspektywie kilku lat, w przypadku istotnego pogorszenia koniunktury, może pojawić się konieczność prac nad metodami pobudzania aktywności gospodarczej w Polsce innymi niż obniżenie kosztu pieniądza przez bank centralny. A.Głapiński powiedział również, że niższe od oczekiwań rynkowych dane o inflacji CPI i szacunkach inflacji bazowej w marcu nie wpłynęły na jego poglądy, a także większości członków rady. Jednak część z nich zweryfikowała swoje obawy dotyczące w szczególności narastania presji płacowej. Słowa prezesa zgodne są z wynikami badania pt. Hawk-o-meter Polskiej Agencji Prasowej. Ankietowani analitycy wskazywali, że między grudniową a kwietniową rundą ocena nastawienia wszystkich członków RPP stała się bardziej gołąbia.

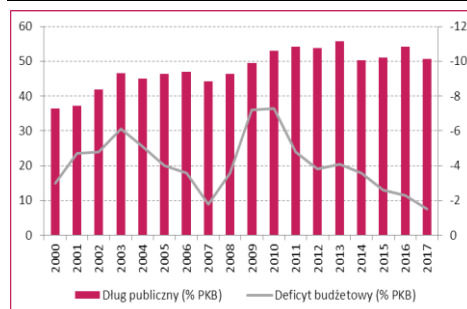
Wypowiedzi prezesa NBP wyraźnie wskazują, że w przypadku braku istotnych szoków zewnętrznych Rada Polityki Pieniężnej będzie dążyła do ustabilizowania kosztu pieniądza przez długi czas, możliwe, że do końca swojej kadencji. Prawdopodobieństwo braku zmian stóp procentowych w Polsce w nadchodzących miesiącach wspiera również umocnienie w ostatnim okresie efektywnego kursu złotego, które oddziałuje na gospodarkę w podobny sposób jak podniesienie stóp procentowych NBP. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście wskaźnika restrykcyjności polityki pieniężnej MCI, do czego, poza umocnieniem złotego, przyczyniła się wyższa realnej stopy procentowej, będąca efektem głębszego od oczekiwań spadku inflacji.

Pierwszy z wyjątkiem 2014 r. spadek wartości zadłużenia sektora finansów publicznych w 2017 r.

POLITYKA FISKALNA

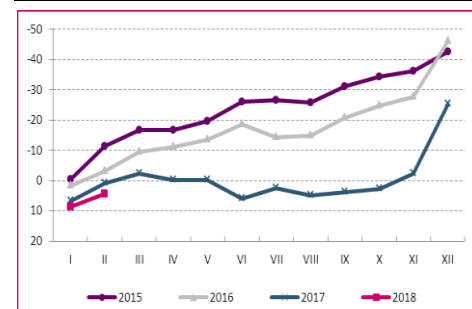
Zgodnie z notyfikacją Głównego Urzędu Statystycznego przekazaną do Komisji Europejskiej dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government) obniżył się w 2017 r. do 50,6% PKB wobec 54,2% na koniec 2016 r. Spadek tego wskaźnika jest najprawdopodobniej efektem zarówno obniżenia zadłużenia nominalnego sektora finansów publicznych, jak i silnego przyspieszenia wzrostu PKB w ub. roku. Wartość nominalna długu w 2017 r., pomijając rok 2014, gdy przeniesiono 51,5% środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, obniżyła się po raz pierwszy co najmniej od 2000 r. Dane zgromadzone na podstawie nieco innej, krajowej metodologii obliczania długu publicznego wskazują, że wsparciem dla tego spadku, było obniżenie się zadłużenia instytucji samorządowych, a także długu budżetu centralnego. Co prawda, w 2017 r. odnotowano deficyt budżetowy zwiększając presję na wzrost długu to jednak została ona złagodzona przez umocnienie złotego, zmniejszające wartość długu denominowanego w walutach obcych. Dane Głównego Urzędu Statystycznego wskazują również, że deficyt całości sektora finansów publicznych obniżył się z 2,3% PKB do 1,5%, najniższego poziomu w historii dostępnych danych. Do spadku tego, podobnie do wskaźnika długu, przyczyniło się obniżenie nominalnej wartości deficytu do ok. 44 mld zł wobec 45,9 mld zł w 2016 r. oraz przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2017 r. Wynik ten był lepszy od założeń w ustawie budżetowej, które kształtowały się na poziomie 2,9% PKB.

Wykres 11 Dług i deficyt sektora finansów publicznych [% PKB]



Zródło: Macrobond, GUS

Wykres 12 Skumulowany wynik budżetu państwa [mld PLN]



Zródło: Macrobond

Rekordowa nadwyżka budżetowa po pierwszych dwóch miesiącach br.

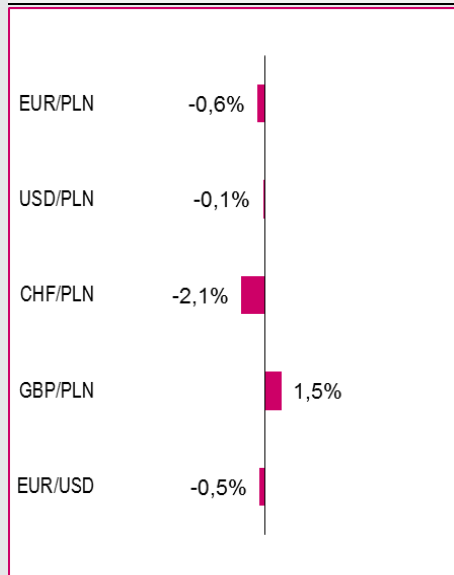
Dostępne informacje sygnalizują, że deficyt sektora finansów publicznych również w tym roku może być niższy niż plany budżetowe, w których przyjęto, że wyniesie on 2,7% PKB. Dane Ministerstwa Finansów wskazują bowiem na rekordowy wynik budżetu państwa w pierwszych dwóch miesiącach tego roku. W okresie tym nadwyżka budżetowa wyniosła niespełna 4,5 mld zł, po nadwyżce w analogicznych miesiącach ub. roku wynoszącej 0,9 mld zł. Jest ona wynikiem dochodów na poziomie 62 mld zł oraz wydatków wynoszących ok. 57,5 mld zł. Dochody budżetowe w styczniu i lutym br. były wyższe o 1,8% r/r, przy czym najwyższe dynamiki odnotowano dla podatków dochodowych, co związane jest z korzystną sytuacją ekonomiczną gospodarstw domowych jak i najprawdopodobniej z bardzo dobrymi wynikami krajowych przedsiębiorstw. Z drugiej strony po lutym wpływy z podatku VAT były niższe niż w ubiegłym roku o 6,6%, jednak wynika to ze słabszych wpływów w styczniu. W samym lutym dochody z tego podatku były bowiem o 12,3% wyższe niż analogicznym miesiącu ub. roku. Osiągnięciu nadwyżki budżetowej sprzyjało także ograniczenie wydatków, które w pierwszych dwóch miesiącach tego roku były niższe niż w ub. roku o 4,2%, na co złożyło się m.in. istotne ograniczenie dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W okresie tym wzrosły natomiast wydatki majątkowe budżetu państwa, co wynika z intensyfikacji działalności inwestycyjnej sektora finansów publicznych współfinansowanej przez środki z budżetu Unii Europejskiej.

Historycznie dobra sytuacja fiskalna budżetu centralnego po lutym, wraz z oczekiwaną wysoką aktywnością gospodarczą w nadchodzących miesiącach, sygnalizują, że deficyt całości sektora instytucji rządowych i samorządowych będzie niższy niż założono w ustawie budżetowej i może nie przekroczyć w tym roku poziomu 2,0% PKB.

Deficyt SFP w tym roku może nie przekroczyć 2,0% PKB

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

Przez zdecydowaną większość marca polska waluta traciła na wartości, szczególnie względem euro. Źródłem słabszej postawy złotego niespodziewanie był czynnik krajowy tj. marcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Zaprezentowanie wyraźnie łagodnej retoryki przedstawicieli Rady wyrażone między innymi oceną prezesa Narodowego Banku Polski, iż stopy procentowe mogą nie wzrosnąć nawet do 2020 roku negatywnie podziało na wartość polskiej waluty. Dodatkowo komfort RPP zwiększyły niższe od konsensusu odczyty inflacji CPI w Polsce w lutym i marcu. W trzy tygodnie z poziomu 4,1750 na koniec lutego kurs EUR/PLN wzrósł do 4,2447 czyli maksimum z listopada 2017 roku. To, że za osłabienie złotego w marcu odpowiada czynnik lokalny potwierdza zachowanie pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej, które wykorzystując umiarkowanie pozytywny sentyment inwestycyjny w większości zyskiwały na wartości. Podczas, gdy złoty taniał, kursy EUR/HUF i EUR/CZK zawróciły z tegorocznego, a EUR/RON z historycznego maksimum. Z perspektywy zakończonego kwartału to korona czeska w relacji do euro prezentowała się najlepiej. Jako jedyna z koszyka obejmującego walutę Polski, Węgier, Czech i Rumunii zdołała zyskać na wartości. Pozostałe waluty wymienionych państw uległy niewielkiej przecenie w pierwszych trzech miesiącach tego roku.

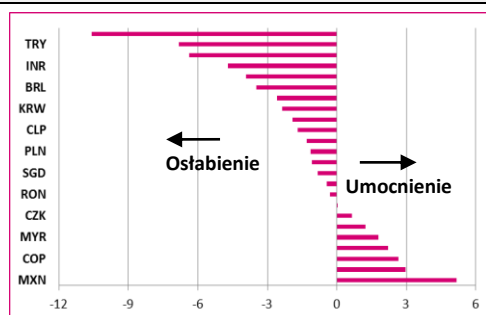
Pierwszy kwartał 2018 roku nie był udany także dla warszawskiej giełdy. Podobnie jak w przypadku złotego w relacji do euro źródłem słabszej - w stosunku do giełd Europy Środkowo-Wschodniej - postawy spółek na GPW były czynniki lokalne, związane z pomysłami fuzji niektórych przedsiębiorstw, wymianą kadry zarządzającej w części firm, w których Skarb Państwa jest większościowym udziałowcem. Indeks WIG obniżył się w tym czasie o ponad 5%, podczas gdy podstawowy indeks giełdy w Pradze zyskał blisko 3,5%.

Wykres 14 Notowania EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Macrobond

Wykres 15 Najlepiej i najgorzej radzące sobie waluty EM w Q1 [%]



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Podtrzymujemy scenariusz zakładający, że kurs EUR/PLN przez większość tego roku będzie skupiony wokół poziomu 4,19

Mimo, iż w ostatnim czasie bilans szans i zagrożeń dla złotego uległ pewnym modyfikacjom, to podtrzymujemy oczekiwania z początku roku, gdy pisaliśmy, że kurs EUR/PLN przez większość 2018 roku powinien pozostawać skupiony wokół poziomu 4,19. Jediną różnicą w stosunku do oczekiwań ze stycznia jest przypisanie większego prawdopodobieństwa osłabieniu złotego od wskazywanego poziomu, aniżeli presji na umocnienie. Jest to konsekwencja wspomnianej wcześniej marcowej - wyjątkowo łagodnej - retoryki Rady Polityki Pieniężnej. Odebranie argumentu zacieśniania polityki monetarnej w tym roku skutecznie ograniczyło przestrzeń aprecjacyjną polskiej waluty. Należy jednak pamiętać, iż solidne fundamenty krajowej gospodarki nadal pozostają tarczą chroniącą złotego przed nadmierną przeceną, choć same w sobie będą już wystarczającym argumentem, by zainicjować umocnienie. Z tego powodu uważamy, iż poziom 4,19 - przy braku wyraźnych zmian w globalnym sentymencie inwestycyjnym - nadal dobrze odzwierciedla krótkoterminową wycenę złotego. W przypadku pozostałych par złotych - z uwagi na oczekiwaną stabilność polskiej waluty w relacji do euro - źródłem zmienności będą wydarzenia geopolityczne tj. eskalacja protekcjonizmu, konfliktów zbrojnych, czy wpływ śledztwa w sprawie działań Rosji podczas kampanii prezydenckiej w USA w 2016 roku na amerykańską politykę. W przypadku kursu USD/PLN uważamy, iż trzeci raz w tym roku może on stopniowo zmierzać w okolice poziomu 3,33.

Publikacja niższej od oczekiwań inflacji CPI uruchomiła falę zakupów krajowych obligacji

Tabela 3. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2017 i 2018

IV 2017		IV 2018		
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
06.04.17	OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727	5,0		
24.04.17	OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727	9,0		
05.04.18			przetarg zamiany	
27.04.18			OK0720/ PS0123/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528	4,0-8,0

Źródło: MinFin

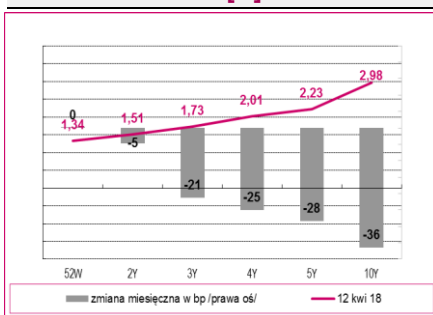
W lutym portfel SPW banków komercyjnych zwiększył się aż o 7,5 mld PLN

W pierwszym półroczu realizacja potrzeb pożyczkowych może wynieść ok. 70%

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

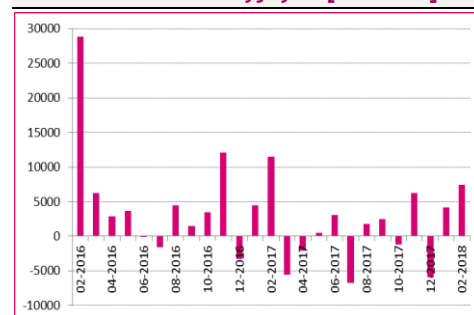
Pierwsza połowa marca nie zapowiadała dynamicznych zmian na rynku krajowych obligacji, jakie rozpoczęły się w drugiej połowie ubiegłego miesiąca i trwają do chwili obecnej. Początkowo bariera 3,23% w notowaniach 10-letniego benchmarku okazywała się wystarczająco silna. Publikacja niższej od oczekiwań inflacji CPI uruchomiła falę zakupów krajowych obligacji. Długi koniec polskiej krzywej obniżył się do poziomu 3,08% tj. 17-miesięcznego minimum. Spadek do 1,48% zanotował natomiast 2-letni benchmark. Zniżka obserwowana była ponadto w notowaniach kontraktów IRS i FRA. Rynek opóźnił raz jeszcze oczekiwany moment rozpoczęcia przez Radę Polityki Pieniężnej cyklu podwyżek stóp procentowych i obecnie spodziewa się zacieśnienia polityki monetarnej na przełomie 2019 i 2020 roku. Kolejną konsekwencją zmian na krajowym rynku było dalsze zawężenie się spreadu polskiej 10-latkii do amerykańskiego odpowiednika, gdzie różnica 25 bps jest najmniejsza od trzech lat i jednocześnie czwartą tak niewielką różnicą w historii SPW. Wsparciem dla apetytu na polski dług była ponadto kwietniowa aukcja zamiany długu, po której stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych wzrósł do 52%. Nie bez znaczenia była ponadto sytuacja na rynkach bazowych, gdzie dochodowość zniżkowała, choć w mniejszym stopniu niż w przypadku polskiego długu. W przypadku Bunda i amerykańskiej 10-latkii była to reakcja na pogorszenie sentymentu inwestycyjnego i przekierowanie kapitału z rynków akcyjnych na rynki długu.

Wykres 16 Miesięczna zmiana dochodowości SPW [%]



Źródło: Datastream, opracowanie własne

Wykres 17 Miesięczna zmiana portfela SPW banków komercyjnych [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Z końcem marca Ministerstwo Finansów opublikowało plan podaży na kolejny okres oraz zmiany na rynku SPW po lutym, które zawierały ciekawe wnioski. Dane pokazały, iż dynamiczna zniżka dochodowości SPW w lutym była wynikiem zwiększonych zakupów banków komercyjnych, które w omawianym miesiącu zwiększyły stan portfela aż o niemal 7,5 mld PLN, co było czwartym najwyższym przyrostem od wprowadzenia podatku bankowego tj. lutego 2016 roku. Spadek dochodowości na rynku wtórnym zwiększały ponadto zakupy inwestorów zagranicznych. Przypomnijmy, iż w ostatnich ośmiu miesiącach zaledwie dwa kończyły się zwiększeniem zaangażowania inwestorów zagranicznych. Co więcej w komentarzu do danych przedstawiciel Ministerstwa Finansów stwierdził, że w marcu kontynuowany był napływ inwestorów zagranicznych. Byłby to pierwszy od prawie roku dwumiesięczny okres napływu kapitału zagranicznego na rynek SPW.

Drugą ciekawą informacją był plan podaży obligacji na kwiecień i cały drugi kwartał. Wynika z niego, iż w 2Q 2018 r. na rynku krajowym Ministerstwo Finansów planuje przeprowadzić 3-5 przetargów sprzedaży obligacji łącznie na 15,0-25,0 mld PLN. Resort planuje ponadto 1-3 przetargi zamiany, przeprowadzenie których uzależnione będzie od sytuacji rynkowej i budżetowej. Oznacza to, iż po pierwszym półroczu sprzedaż obligacji wyniesie maksymalnie 50 mld PLN i będzie najniższa od lat. W pierwszych sześciu miesiącach 2017 sprzedaż obligacji wyniosła 55 mld PLN, w 2016 roku 75 mld PLN, w 2015 było to 56 mld PLN, a w 2014 72 mld PLN. Przekładając to na realizację potrzeb pożyczkowych oznacza to, że w pierwszym półroczu 2018 resort może nawet ¾ przewidzianych potrzeb, co byłoby najlepszym wynikiem od czterech lat.

Trudno oczekiwać, by w najbliższym czasie miało dojść do wyraźnego wzrostu rentowności krajowego długu

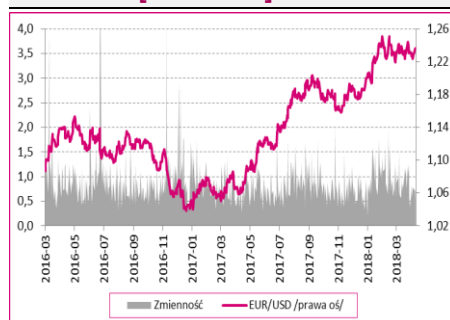
Sprawną realizacją potrzeb pożyczkowych obok wykasowania oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w tym roku stanowi fundament trwającego obecnie dynamicznego spadku dochodowości SPW. Nakładając na to niegasnący popyt na polskie obligacje ze strony krajowych banków komercyjnych, które swoją nadpłynność lokują w SPW - częściowo w ramach optymalizacji podatkowej, trudno oczekiwać, by w najbliższym czasie miało dojść do wyraźnego wzrostu rentowności. W kontekście inwestorów zagranicznych szczególne znaczenie dla krajowego długu ma sytuacja w Japonii. Inwestorzy z tego kraju stanowią bowiem grupę o największym portfelu SPW spośród wszystkich państw. Udział Japonii w portfelu nierezydentów wynosi po lutym 18%, kolejny jest Luksemburg (16,4%), USA (15,7%). Polityka pieniężna Banku Japonii wciąż daleka jest od rozpoczęcia procesu, stąd nie ma podstaw, by sądzić iż tamtejsza nadpłynność pieniądza przestanie być lokowana w polskie obligacje. Najpoważniejszym obecnie ryzykiem dla wyceny SPW pozostaje polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego. W przypadku, gdyby bank przybrał bardziej jastrzębią retorykę, sygnalizując możliwe zacieśnianie polityki monetarnej, to presja zwiększającego w rentowności Bunda pośrednio udzieliłaby się także wycenie krajowego długu. Tym bardziej, iż działania EBC są wskazywane przez członków Rady Polityki Pieniężnej, jako potencjalne argumenty za zmianą aktualnego nastawienia wait-and-see. Póki co jednak opisy z posiedzeń EBC nie wskazują na to, by w ramach Rady Prezesów banku tworzyła się większość gotowa zaostrzać retorykę. Podsumowując uważamy, iż w pierwszej połowie tego roku dochodowości 10-latkii powinna oscylować w okolicach poziomu 3,1%.

Marzec był okresem niewielkiego wzrostu eurodolara

RYNKI ZAGRANICZNE

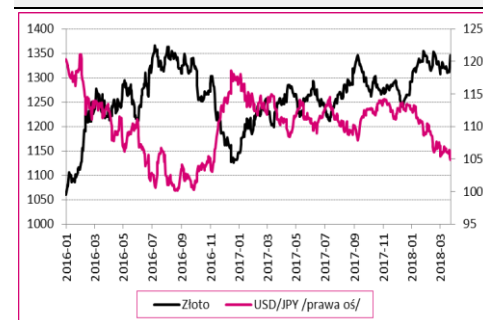
Mimo, iż marzec był okresem niewielkiego wzrostu eurodolara, to nadal poruszał się on w ramach zainicjowanego w drugiej połowie stycznia trendu spadkowego. Amplituda marcowych wahań EUR/USD wyniosła ponad trzy centy i była w większości wynikiem informacji dotyczących przyszłej polityki Fed i EBC oraz decyzji administracji D.Trumpa, które rzutowały na sentyment inwestycyjny na świecie. Źródłem słabszej postawy dolara były między innymi nieoczekiwane dymisje sekretarza stanu USA i doradcy ekonomicznego prezydenta D.Trumpa oraz nałożenie cel na sprowadzane do USA aluminium i stal jako preludium obaw rynku o wojny handlowe na świecie. Rynek dolara negatywnie odebrał ponadto wynik posiedzenia Fed w marcu, na którym mimo, iż doszło do podwyżki stóp procentowych, to nie zwiększono oczekiwanej przez członków Rezerwy Federalnej łącznej skali zacieśniania monetarnego w tym roku. Z kolei źródłem wzrostu wartości wspólnej waluty były spekulacje, iż dyskusja w Radzie Prezesów Europejskiego Banku Centralnego przesuwają się w kierunku już nie potencjalnych ograniczeń w skupie aktywów, ale oczekiwanej ścieżki stóp procentowych. Agencja Reutera poinformowała, że decydenci z EBC z zadowoleniem przyjmują prognozy rynkowe, wskazujące na pierwszą podwyżkę stóp procentowych w połowie 2019 roku, a "debata w coraz większym stopniu dotyczy nachylenia ścieżki stóp w późniejszym okresie".

Wykres 18 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Datastream

Wykres 19 Notowania pary USD/JPY oraz złota



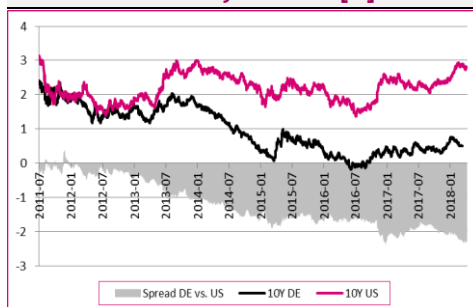
Źródło: Macrobond

W naszej ocenie drugi kwartał na rynku eurodolara może przynieść intensyfikację istotnych wydarzeń

W naszej ocenie drugi kwartał na rynku eurodolara może przynieść intensyfikację istotnych wydarzeń i z tego powodu obowiązujący od połowy stycznia tego roku łagodnie nachylony kanał spadkowy o 2,5-centowej rozpiętości może okazać się zbyt wąski. Kwiecień przynosi bowiem wyraźny wzrost obaw o wybuch konfliktu zbrojnego

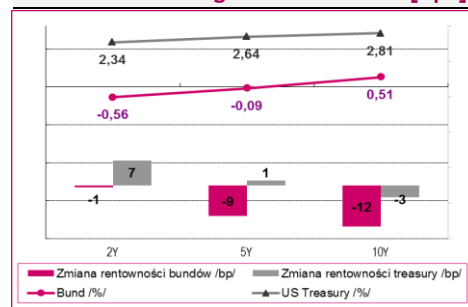
na Bliskim Wschodzie, w który uwikłane są dwa mocarstwa - USA i Rosja. Najprawdopodobniej w maju dojdzie natomiast do wzajemnych rozmów na linii Waszyngton - Pjongjang poświęconych próbie porozumienia nuklearnego. Najbliższe miesiące mogą ponadto przynieść rozwój protekcyjnej retoryki na linii USA-Chiny. Jak pokazały pierwsze reakcje rynku na wspomniane powyżej wydarzenia beneficjentem tych zawirowań na rynku walutowym - poza jenem japońskim - jest euro, a nie dolar.

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



Źródło: Datastream

Wykres 21 Miesięczna zmiana dochodowości długu USA i Niemiec [bps]



Źródło: Datastream

Większe szanse przypisujemy wybiciu notowań EUR/USD w górę

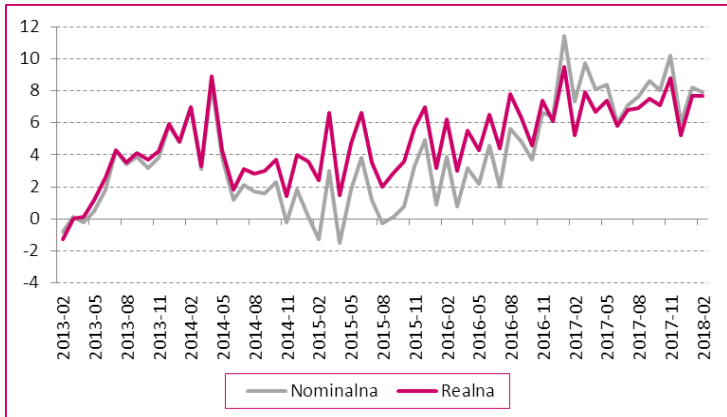
O kierunku notowań eurodolara w nadchodzących tygodniach decydować może polityka pieniężna w USA i EMU. W przypadku amerykańskiej Rezerwy Federalnej scenariusz trzech podwyżek stóp procentowych w tym roku jest już niemal w pełni zdyskontowany przez rynki. Marcowe posiedzenie Fed pokazało jednak podział wewnątrz banku centralnego na ośmiu zwolenników tegorocznego zacieśnienia monetarnego o łącznej skali 75 bps i siedmiu przedstawicieli ostrzejszego kursu w kwestii stóp procentowych. Jednak analizując chociażby zagrożenia dla gospodarki USA płynące z protekcyjnej narracji D.Trumpa, czy wciąż niższą od celu Fed inflację PCE trudno oczekiwać, aby Fed miał przyspieszyć proces podwyżek stóp procentowych w kolejnych 8 miesiącach tego roku. W przypadku Europejskiego Banku Centralnego natomiast rynkowe oczekiwania na zmianę kosztu pieniądza pojawiają się dopiero w połowie 2019 roku, stąd niedawna wypowiedź E.Nowotnego który stwierdził, iż „nie miałby problemu z podwyższeniem stopy depozytowej do -0,2% z -0,4%” została odebrana jako możliwość wcześniejszej niż spodziewa się rynek korekty stóp procentowych w EMU. Tym bardziej, iż członek banku uważa, że EBC powinien w tym roku zakończyć program skupu aktywów, a jednym z "mocnych argumentów" za przyspieszeniem tempa normalizacji polityki monetarnej jest posiadanie pola do manewru w przypadku pogorszenia się sytuacji w gospodarce. Póki co jednak słowa E.Nowotnego nie znajdują potwierdzenia w publikacjach opisów posiedzeń EBC. Wszystkie te wydarzenia sprawiają, że drugi kwartał w notowaniach eurodolara zapowiada się niezwykle emocjonująco.

Wysoka podaż obligacji USA nie przekłada się na wzrost dochodowości amerykańskiej krzywej

Paradoksem obecnej sytuacji na rynku amerykańskiego długu jest fakt, iż wysoka, a niejednokrotnie najwyższa w historii Stanów Zjednoczonych, podaż obligacji na aukcjach nie przekłada się na wzrost dochodowości amerykańskiej krzywej. Wytłumaczeniem jest rozpoczęty w ostatnich tygodniach proces przekierowania kapitału z rynku akcji do Treasuries. Marzec i kwiecień przynoszą dość silną ujemną korelację pomiędzy spadkami na giełdach, a wzrostem wartości UST. Wynika z tego, iż dopiero wyraźna poprawa sentymentu na rynkach akcji mogłaby sprawić, iż dochodowość amerykańskiej 10-latki mogłaby wzrosnąć powyżej tegorocznego maksimum tj. poziomu 2,95%. Drugą ewentualnością jest obranie przez Fed bardziej agresywnej postawy w kwestii tegorocznych podwyżek stóp procentowych niż wynika to z marcowej prognozy banku centralnego. W naszej ocenie w przypadku UST najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest jednak kontynuacja trendu horyzontalnego skupionego w przypadku 10-latki wewnątrz przedziału 2,70 - 2,95%. W krótkim terminie podobny scenariusz tyczy się Bunda. Uważamy, że 10-latka niemiecka do czasu zmiany nastawienia EBC pozostanie skupiona wokół poziomu 0,50%.

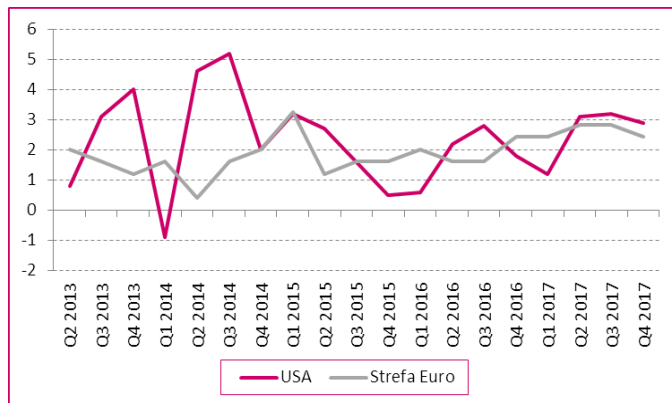
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Sprzedaż detaliczna w Polsce [% r/r]



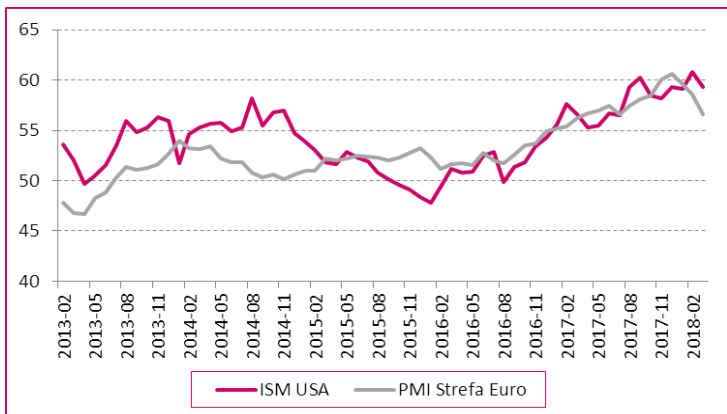
Źródło: Datastream

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



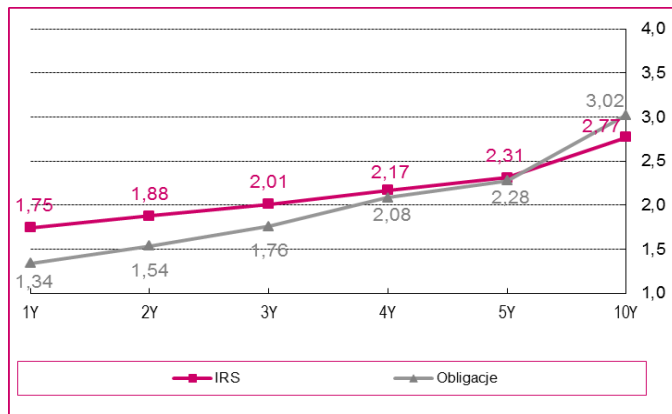
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



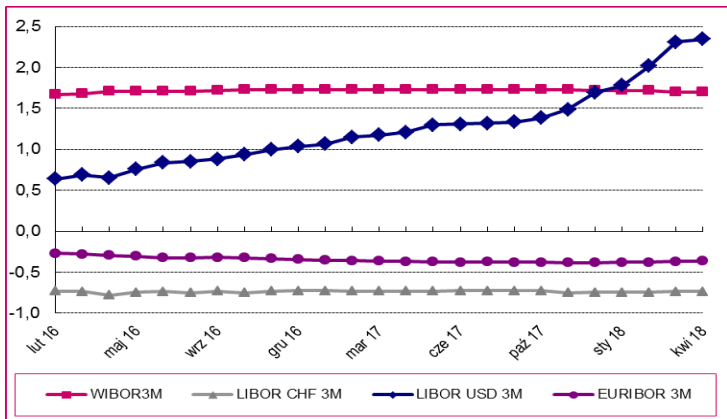
Źródło: Datastream

Wykres 25 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



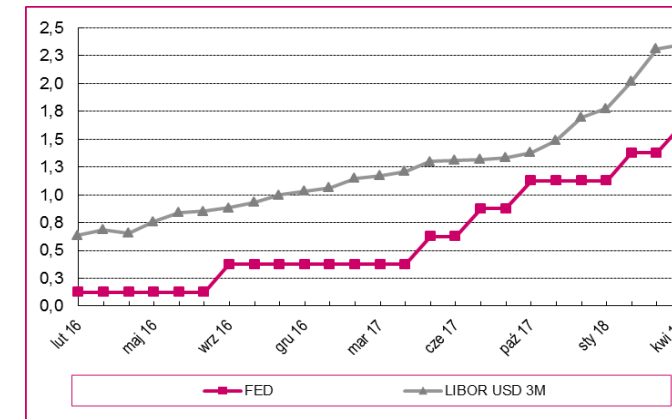
Źródło: Thomson Reuters

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



Źródło: Thomson Reuters

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



Źródło: Thomson Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18
Inflacja- CPI (% r/r)	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,5
Inflacja bazowa (% r/r)	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,6	0,7
Ceny producenta - PPI (% r/r)	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,2	0,1	0,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,4	5,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,2	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,6	7,4	3,5	8,1
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	6,8	6,9	7,5	7,1	8,8	5,2	7,7	7,7	6,0	7,1
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-296	311	218	436	278	-699	2005	-250	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	10,5	6,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	15,4	8,0	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,5	7,1
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7
Stopa bezrobocia (%)	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,2
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	1,65	1,65	1,65	1,64	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,32
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,37	3,29	3,38	3,44	3,35	3,30	3,62	3,35	3,17	3,05
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,20
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,40
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,24

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P
PKB (mld PLN)	1566,8	1629,4	1656,9	1719,8	1799,4	1858,6	1982,3	2112,9
PKB (wzrost realny, %)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,7
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,7	5,0
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7
Inwestycje (wzrost realny, %)	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	5,4	6,9
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,3	-0,8
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	3,1	1,4	1,1	0,5	0,2	0,0	0,9	1,9
Saldo sektora general government (% PKB)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,5	-2,0
Stopa referencyjna (koniec okresu)	4,50	4,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,70
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,40	4,18	4,19
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	4,18	3,48	3,38

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

KALENDARIUM

Kwiecień / Maj

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

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.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.