

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

14 maja 2018

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

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

Podsumowanie miesiąca

- Zrewidowane dane dotyczące rachunków narodowych stanowiły sporą niespodziankę. Wzrost gospodarczy w 4Q ub. roku został tylko nieznacznie skorygowany w dół do 4,9% z 5,1% szacowanych pierwotnie, natomiast silnie zaskoczyła skala rewizji inwestycji w środki trwałe, które w ostatnich trzech miesiącach minionego roku wzrosły nie o 11,3% r/r jak szacowano pierwotnie, ale o zaledwie 5,4% r/r. Zrewidowane dane GUS potwierdziły wniosek, który prezentowaliśmy w poprzednim raporcie, zawierającym dane wstępne, iż ożywienia inwestycji firm prywatnych wciąż nie ma. Wzrost inwestycji był w głównej mierze efektem wyższej absorpcji środków unijnych i realizacji inwestycji infrastrukturalnych. W rezultacie stopa inwestycji, udział nakładów na środki trwałe w PKB, spadł w ubiegłym roku do 17,7% z 18,0% w roku 2016. Dane za styczeń-marzec potwierdziły utrzymanie dobrej koniunktury w gospodarce. Według naszych szacunków dynamika PKB wyniosła 4,9% r/r w 1Q, napędzana zarówno konsumpcją prywatną, jak i inwestycjami w środki trwałe. Przyspieszenie inwestycji to jednak efekt dynamicznie rosnących nakładów na infrastrukturę, co widoczne było w dynamicznych wzrostach produkcji budowlano-montażowej. W kolejnych kwartałach utrzymanie takich dynamik będzie niemożliwe, m.in. ze względu na już bardzo wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych oraz nasilające się problemy ze znalezieniem pracowników. Inwestycje firm prywatnych to wciąż brakujący element wzrostu, bez którego niemożliwe będzie utrzymanie dotychczasowej dynamiki gospodarki. Dlatego też spodziewamy się wyhamowania wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. W całym roku realne pozostaje osiągnięcie dynamiki PKB na poziomie 4,6%.
- Dotychczasowe wykonanie budżetu państwa, a także spodziewana przez nas ścieżka rozwoju polskiej gospodarki wspierają oczekiwania utrzymania dobrej sytuacji finansów publicznych w tym roku. Według danych MinFin po trzech miesiącach tego roku budżet państwa zamknął się nadwyżką wartości 3,1 mld PLN, choć w samym marcu zanotowano deficyt 1,3 mld PLN. Ponieważ dane miesięczne podlegają sporym wahaniom i znajdują się pod wpływem możliwych przesunięć części dochodów lub wydatków, to bardziej adekwatny obraz sytuacji pokazują dane skumulowane za ostatnie 12 miesięcy, a te wskazują po marcu na deficyt 19,96 mld PLN. W całym roku deficyt wzrośnie, choć w naszej ocenie będzie wyraźnie niższy niż zapisany w ustawie poziom 41,5 mld PLN. Według naszych szacunków realizacja deficytu w tym roku prawdopodobnie będzie zbliżona do poziomu deficytu z roku ubiegłego, kiedy wyniósł 25,4 mld PLN.
- Notowania EUR/PLN w kwietniu miały dwie, odmienne odłony. W pierwszej połowie miesiąca kurs niżkował z poziomu 4,23 do 4,15 wykorzystując pozytywny sentyment inwestycyjny na świecie i decyzję agencji Standard and Poor's, która podwyższyła perspektywę ratingu Polski. Sytuacja odwróciła się w kolejnych tygodniach, gdy w szybkim tempie złoty zaczął tracić na wartości i pierwszego dnia maja EUR/PLN osiągnął poziom 4,29 tj. maksimum z października ubiegłego roku. W drugiej połowie kwietnia z jedenastu sesji zaledwie jedna zakończyła się umocnieniem złotego. Dodatkowo kurs EUR/PLN zanotował osiem z rzędu sesji wzrostowych, co nie zdarzyło się od końca 2014 roku, kiedy to źródłem przeceny złotego był dynamiczny odpływ kapitału zagranicznego z rosyjskiego rynku.

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	1,50%-1,75%	12-13 cze	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%	14 cze	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

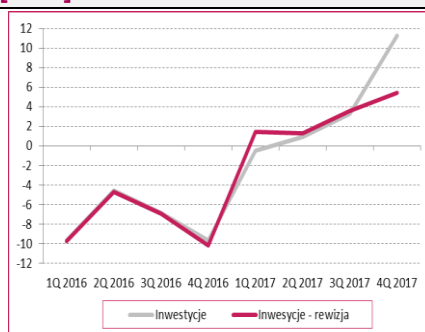
Znaczna rewizja w dół dynamiki inwestycji w 4Q 2017

Zrewidowane dane GUS dotyczące rachunków narodowych stanowiły sporą niespodziankę. Nieznacznie w dół skorygowane zostały dane dotyczące wzrostu gospodarczego w 4Q ub. kiedy wyniósł 4,9% a nie 5,1% jak szacowano pierwotnie. Nie uległ natomiast zmianie szacunek za cały rok i wzrost gospodarczy w całym 2017 w roku wynosi 4,6%. Zaskoczyła natomiast skala rewizji inwestycji w środki trwałe, które w ostatnich trzech miesiącach minionego roku wzrosły nie o 11,3% r/r jak szacowano pierwotnie, ale o 5,4% r/r. Według informacji GUS źródłem tak znacznej rewizji danych była korekta inwestycji samorządów oraz nakładów poniesionych na systemy uzbrojenia. Zrewidowane dane GUS potwierdziły wniosek, który prezentowaliśmy w poprzednim raporcie, zawierającym dane wstępne, iż ożywienia inwestycji firm prywatnych wciąż nie ma. Przyspieszenie dynamiki inwestycji jest natomiast w głównej mierze efektem wyższej absorpcji środków unijnych i realizacji inwestycji infrastrukturalnych. W rezultacie nakłady inwestycyjne sektora general government wzrosły nominalnie w 4Q o 32,1% r/r, natomiast inwestycje prywatne o zaledwie 1,6% r/r. W rezultacie stopa inwestycji, udział nakładów na środki trwałe w PKB, spadł w ubiegłym roku do 17,7% z 18,0% w roku 2016. Inwestycje firm prywatnych to wciąż brakujący element popytu, bez którego niemożliwe będzie utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu gospodarczego. Inwestycje publiczne, współfinansowane ze środków UE, które dotychczas napędzają nakłady na środki trwałe zaczną stopniowo wyhamowywać, częściowo ze względu na nasilające się ograniczenia podażowe, utrudniające utrzymanie wysokich wzrostów produkcji budowlano-montażowej.

Konsumpcja prywatna wciąż głównym motorem wzrostu

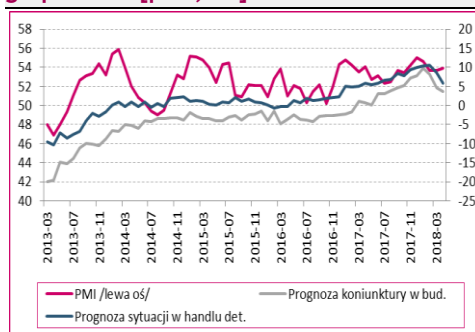
Głównym motorem gospodarki pozostaje konsumpcja prywatna, która w 4Q ub. roku dodała do dynamiki PKB 2,5 pkt. proc. Dane o sprzedaży detalicznej sugerują, że również na początku tego roku konsumpcja pozostawała mocna, a dynamiczne jej wzrosty utrzymały się także pomimo wprowadzenia zakazu handlu w niektóre niedziele. W samym marcu sprzedaż detaliczna zwiększyła się realnie o 8,8% r/r, natomiast w całym 1Q o średnio 8,1% r/r wobec 7,0% w 4Q ub. roku. Wzrost dochodów gospodarstw domowych, rekordowo wysokie wskaźniki optymizmu konsumentów sprzyjają utrzymaniu solidnych wzrostów konsumpcji prywatnej. 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, choć uruchomienie tego programu odsuwa się w czasie.

Wykres 1 Rewizja wzrostu inwestycji [% r/r]



Źródło: GUS

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



Źródło: Macrobond, GUS

Nieznaczne wyhamowanie wzrostów w przemyśle

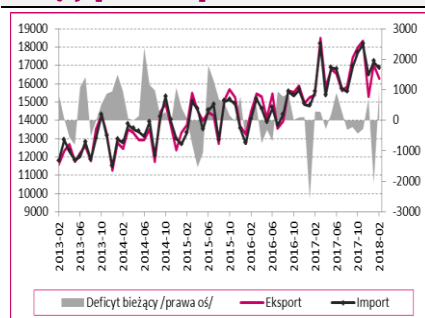
Dane wysokiej częstotliwości wskazują na pewne wyhamowanie aktywności w przemyśle. Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w marcu do 1,8% r/r z 7,3% r/r w lutym, choć w dużej mierze było to związane z negatywnym efektem kalendarzowym. Niemniej jednak także dane eliminujące wpływ czynników sezonowych potwierdziły wytracenie tempa wzrostu. Odsezonowany wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w 1Q br. do 6,2% r/r z 8,0% r/r w 4Q ub. roku. Częściowo może być to efekt ostabienia koniunktury u naszych partnerów handlowych, ponieważ indeksy PMI oraz Ifo wskazały na spowolnienie aktywności ekonomicznej w Niemczech. Znalazło to odzwierciedlenie w wyhamowaniu dynamiki zamówień eksportowych, na co wskazały zarówno wyniki badania PMI, a także dane GUS dotyczące zamówień w przemyśle.

Dane za styczeń-marzec potwierdziły utrzymanie dobrej koniunktury w gospodarce. Według naszych szacunków dynamika PKB wyniosła 4,9% r/r w 1Q, napędzana zarówno konsumpcją prywatną, jak i inwestycjami w środki trwałe. Przyspieszenia inwestycji to jednak efekt dynamicznie rosnących nakładów na infrastrukturę, co widoczne było w rewelacyjnych wynikach produkcji budowlano-montażowej. W pierwszych trzech miesiącach tego roku jej wzrost wyniósł 26,1% r/r wobec 17,6% r/r w 4Q ub. roku. W kolejnych kwartałach utrzymanie takich dynamik będzie niemożliwe, m.in. ze względu na już bardzo wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych oraz nasilające się problemy ze znalezieniem pracowników. Dlatego też spodziewamy się także wyhamowanie wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. W scenariusz taki wpisują się też dane o wskaźnikach koniunktury w Polsce oraz u naszych głównych partnerów handlowych. Aktywność gospodarcza wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie, jednak widoczne jest wyhamowanie w stosunku do bardzo wysokich odczytów w drugiej połowie ubiegłego roku, kiedy gospodarka Polski, ale też strefy euro osiągnęła szczyt aktywności w bieżącym cyklu. W całym roku realne pozostaje osiągnięcie dynamiki PKB na poziomie 4,6%.

Dane dotyczące wymiany handlowej wskazują stopniowe wyhamowywanie wzrostów polskiego eksportu. Jego roczna dynamika w euro wyniosła w lutym 5,7% wobec 11,7% w styczniu i 12,0% w całym 2017 roku. Wpisuje się to w obraz nieznacznego wyhamowania wzrostu gospodarczego u naszych głównych partnerów handlowych, w szczególności w Niemczech, widoczne m.in. w spadkach indeksu Ifo i PMI.

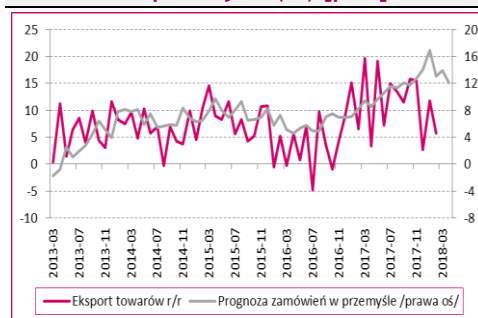
Z drugiej strony wciąż w solidnym tempie rośnie import, czemu sprzyja mocny popyt krajowy, wspierany zarówno przez mocną konsumpcję prywatną, jak i stopniowo odbudowujące się inwestycje. Jego dynamika w lutym wyniosła 8,3% wobec 16,3% w styczniu i 13,4% w 2017 roku. Zwyżkom importu sprzyja dodatkowo wzrost cen ropy naftowej. W rezultacie, trzeci miesiąc z rzędu bilans handlowy zamknął się deficytem, który w lutym wyniósł 573 mln EUR. Powtórka z roku ubiegłego, kiedy w siedmiu miesiącach bilans handlowy zamknął się nadwyżką, a w całym roku nadwyżka handlowa wyniosła 821 mln EUR, będzie w tym roku niemożliwe. Szczególnie, że wskaźniki koniunktury z Niemiec i strefy euro wskazują na wytracenie impetu tamtejszych gospodarek, co przełoży się także na wyhamowanie dynamiki eksportu. Już teraz widoczne jest spowolnienie napływu zamówień eksportowych w wynikach badania PMI. Potwierdzają to także danych GUS o zamówieniach eksportowych. Ich dynamika w lutym i marcu była wręcz ujemna i wyniosła odpowiednio -0,9% r/r i -24,3% r/r.

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

Łączne saldo na rachunku obrotów bieżących w lutym było ujemne i wykazało deficyt 1,017 mld EUR wobec nadwyżki 2,072 mld EUR w styczniu. Pogorszenie salda CA w lutym to nie tylko efekt wyższego deficytu handlowego, ale także znacznie wyższego salda na rachunku dochodów pierwotnych, w głównej mierze ze względu na mniejszy napływ środków unijnych. Na bazie płynnego roku (dane za ostatnie 12 miesięcy) bilans obrotów bieżących był niemal zrównoważony i wykazał nadwyżkę 838 mln PLN. W dalszym więc ciągu ze strony bilansu płatniczego nie widać zagrożeń dla stabilności polskiej gospodarki. W kolejnych kwartałach saldo rachunku obrotów bieżących będzie się pogarszać, jednak powinno utrzymywać się na względnie niskich poziomach. Kontrybucja eksportu netto do wzrostu gospodarczego będzie jednak mniej korzystna niż w roku ubiegłym.

Wyhamowanie dynamik eksportu, w ślad za pogorszeniem aktywności w Niemczech

Wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących, choć wciąż na niskich poziomach

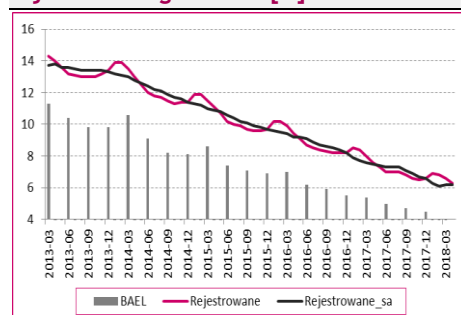
Makro i rynek

raport miesięczny

Stopa bezrobocia w kwietniu na historycznie niskim poziomie

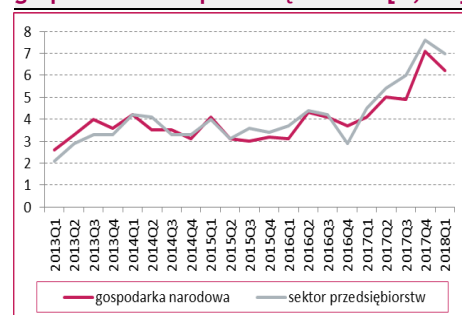
Zgodnie z obserwowanym w przeszłości wzorcem sezonowości, stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w marcu do 6,6% z 6,8% przed miesiącem. Oznacza to spadek o 1,4 pkt. proc. w stosunku do analogicznego okresu ub. roku. Przyczyniło się do tego obniżenie liczby osób zarejestrowanych jako bezrobotne (o 17,5% r/r, tj. o 232 tys.), do poziomów zbliżonych do historycznych minimów. Solidny popyt na pracę potwierdzają także dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. Zgodnie z nimi w marcu liczba pracujących wzrosła w ujęciu rocznym o 223,6 tys., tj. 3,7% r/r, podobnie jak przed miesiącem. Również w 2Q 2018 sytuacja na krajowym rynku pracy będzie pozostawała bardzo dobra. Wskazuje na to szacowany przez MRPIPS spadek stopy bezrobocia rejestrowanego do 6,3% w kwietniu, co jest najniższą wartością w historii dostępnych danych. Ponadto, wskaźniki koniunktury GUS dla przemysłu, budownictwa i handlu na wysokich poziomach sygnalizują dalsze zwiększanie zatrudnienia w tych sektorach. Podobne wnioski płyną również z badania PMI. Ponadto ankieta NBP analizująca sytuację sektora przedsiębiorstw wskazuje, że wysoki popyt na pracę będzie utrzymywał się w przyszłości - 42% firm deklaruje wolne wakaty. Obsadzenie ich będzie jednak coraz bardziej utrudnione ze względu na niską stopę bezrobocia i w konsekwencji mniejsze możliwości pozyskania pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Potwierdzają to wyniki ankiety, według których największym problemem mogącym wpłynąć na sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw są niedobory kadrowe. Na rosnące trudności z zatrudnieniem poszukiwanych pracowników, w warunkach utrzymującego się silnego popytu na pracę, wskazuje również stabilizacja w ostatnich miesiącach stopy bezrobocia rejestrowanego po oczyszczeniu danych z wahań sezonowych. Niemniej, w związku z czynnikami o charakterze sezonowym kategoria ta będzie się w najbliższych miesiącach najprawdopodobniej obniżać, osiągając nowe historyczne minima.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Dynamika wynagrodzeń w gosp. i sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: GUS

Wzrost płac w 1Q 2018 pozostaje umiarkowany

Wysoki popyt na pracę oraz rekordowo niskie bezrobocie sprzyjają wzrostowi płac, pozostaje on jednak umiarkowany. Roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej obniżyła się bowiem do 6,2% r/r w 1Q 2018 z 7,1% r/r kwartał wcześniej. Badanie NBP wskazuje, że wzrosty wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw będą utrzymywały się w przyszłości - odsetek firm deklarujących podwyżki płac pozostaje nadal wysoki, podobnie jak presja pracowników na wzrost płac. Sądzymy zatem, że w najbliższych miesiącach dynamika płac w tym sektorze będzie nieco wyższa od odnotowanej w ostatnim półroczu. Prognoza wynagrodzeń w całości gospodarki obciążona jest nieco większą niepewnością związaną z m.in. płacami w sektorze publicznym, szczególnie w kontekście nadchodzącego okresu wyborczego. Sądzymy, że przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń w całości gospodarki byłoby najbardziej prawdopodobne w przypadku podwyżek w tym sektorze oraz istotnego podniesienia płacy minimalnej.

Spadek cen żywności i paliw sprzyjał niższej inflacji CPI do poziomu najniższego od grudnia 2016

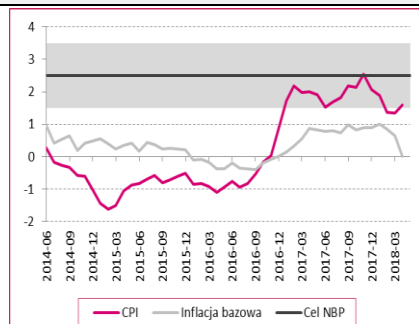
Pierwszy kwartał to okres przyspieszonej dezinflacji. Z poziomu 2,1% r/r w grudniu ubiegłego roku, wskaźnik CPI spadł do 1,3% r/r w marcu, poziomu najniższego od grudnia 2016r. Głównym źródłem zmienności inflacji były wahania cen paliw i żywności, a także mniejsze wzrosty cen regulowanych, w tym energii. Wzrost cen żywności wyhamował do 3,9% r/r w marcu z 5,8% r/r w grudniu ubiegłego roku, podczas gdy spadek cen paliw pogłębił się z -1,3% r/r pod koniec roku 2017 do -2,3% r/r. Czynniki popytowe były więc głównymi źródłami spadku inflacji, choć nieznacznie obniżyła się także inflacja bazowa. Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii

Ceny paliw czynnikiem napędzającym inflację w kwietniu

wyniósł w marcu 0,7% r/r wobec 0,9% r/r w grudniu. Presja inflacyjna pozostaje niska, pomimo utrzymania się solidnego wzrostu gospodarczego i rosnących płac.

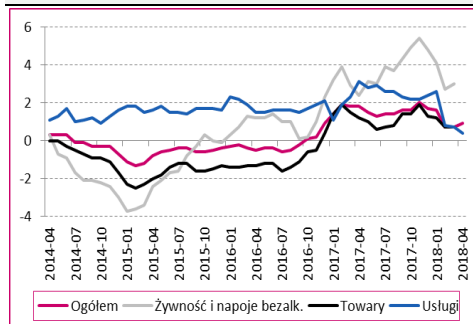
Spadki inflacji wyhamowały w kwietniu, kiedy wskaźnik CPI podskoczył do 1,6% r/r. także w tym przypadku drożejąca żywność i paliwa były odpowiedzialne za wzrost inflacji. Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się prawdopodobnie na poziomie 0,7% r/r. Rosnące ceny paliw to efekt drożejącej ropy na rynkach międzynarodowych, a także osłabienia złotego względem dolara amerykańskiego. W efekcie, cena baryłki ropy Brent jest o blisko 25% wyższa niż w połowie grudnia ubiegłego roku. Wyhamowały też spadki cen żywności, które obniżyły inflację w pierwszych miesiącach tego roku. W rezultacie, kolejne miesiące powinny przynieść łagodnąwyżkę inflacji, która w miesiącach letnich może wynieść ok. 2% r/r. W 4Q br. oczekujemy ponownego spadku inflacji, czemu sprzyjać będzie wysoka baza statystyczna sprzed roku. W rezultacie, średnioroczny odczyt CPI powinien wynieść 1,7% wobec 2,0% w roku 2016. Głównym źródłem zmienności pozostaną czynniki podażowe, w szczególności ceny paliw.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Macrobond

Rosnące koszty pracy w umiarkowanym zakresie przekładają się na wzrosty cen produkcji

Inflacja bazowa będzie stopniowo rosnąć, w ślad za rosnącymi jednostkowymi kosztami pracy i nasilającą się presją płacową, choć w umiarkowanym tempie. Ciekawe są wyniki badania NBP, z których wynika, że względnie ważniejszym czynnikiem wpływającym na ceny produkcji wydaje się być koszt surowców, a mniej ważnym koszty pracy. Jednocześnie firmy prognozują, że wzrost cen swoich wyrobów, jak i dóbr pośrednich w 2Q 2018 będzie wolniejszy niż ostatnich miesiącach. To nieco zaskakujący wynik, szczególnie w kontekście przyspieszającego wzrostu płac, który nie jest kompensowany wzrostem produktywności. W rezultacie, rosną jednostkowe koszty pracy, które przy braku możliwości wzrostu cen produkcji i zwiększenia przychodów, mogą przekładać się na spadek marż firm. Stanowić to może czynnik zmniejszający skłonność firm do podejmowania inwestycji.

Lagodne wypowiedzi większości członków RPP w ostatnim okresie

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	„Stopa referencyjna jest na najlepszym możliwym poziomie i nie powinna być zmieniana w horyzoncie projekcji”. (20.04.2018)
Eugeniusz Gatnar	„Trend wzrostowy stóp procentowych na świecie będzie trwał 10-20 lat”. (26.04.2018)
Łukasz Hardt	„Podwyżka stóp proc. w 2019 r. jest równie prawdopodobna co scenariusz stabilnych stóp”. (8.05.2018)
Jerzy Kropiwnicki	„Według mnie podwyżki stóp procentowych są tak samo prawdopodobne jak ich obniżki, chociaż w tej chwili wydaje mi się, że bardziej prawdopodobne będzie postulowanie obniżek, ale raczej nie w tym roku”. (18.04.2018)
Eryk Łon	„Aktualna sytuacja gospodarcza w naszym kraju nie wymaga na razie zmiany stóp procentowych. (...) W dalszej przyszłości możliwe są różne scenariusze, w tym scenariusz złagodzenia polityki pieniężnej dopuszczający także obniżenie stóp procentowych, gdyby okazało się, że pojawiają się symptomy pogorszenia nastrojów uczestników życia gospodarczego”. (7.05.2018)
Jerzy Osiatyński	„W sprawie najważniejszej - nacisku płac na inflację - jestem bardziej ostrożny niż wielu moich kolegów z Rady. (...) Takie przekonanie, że do 2020 będziemy sobie pływali na 'spokojnych wodach', wydaje mi się ryzykowne”. (19.03.2018)
Rafał Sura	„Z całą pewnością można powiedzieć, że w najbliższych 12 miesiącach nie zaistnieją przesłanki, które mogłyby nas skłonić do podwyżki. Trzeba jednak zaznaczyć, że na obecną chwilę prawdopodobieństwo stabilizacji poziomu stóp w dłuższym okresie wzrasta”. (20.04.2018)
Kamil Zubelewicz	„Według mnie ciągle istnieje możliwość dłuższego utrzymania się dobrej koniunktury - mogłaby ona potrwać nawet jeszcze kilka kwartałów. Niestety, obserwujemy też pewne sygnały spowolnienia”. (7.05.2018)
Jerzy Żyżyński	„Zgadzam się z (prezesem NBP) Glapińskim, myślę, że nie mamy powodów do zmiany stóp procentowych, bo gospodarka jest stabilna i rosnąca. Bank centralny może zaostrzać politykę tylko jeśli jest nadmierna presja kredytowa, której obecnie nie ma”. (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. 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.

Prezes NBP A.Glapiński 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. 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. Prezes NBP stwierdził również, że w perspektywie kilku lat, w warunkach istotnego pogorszenia koniunktury, może pojawić się konieczność prac nad metodami pobudzania aktywności gospodarczej w Polsce innymi niż obniżenie kosztu pieniądza przez bank centralny. Prezentujemy zatem niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej stosowane dotąd w dwóch innych państwach *Emerging Europe*: na Węgrzech i w Turcji.

Tabela 3. Niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej na Węgrzech i w Turcji

Kraj / Narzędzie	Opis narzędzia	Cele narzędzia
Węgry Asymetryczne pasmo stóp procentowych	Depozytowa stopa procentowa O/N odchyła się od stopy podstawowej bardziej niż stopa zabezpieczonego kredytu O/N	Zmniejszenie atrakcyjności depozytów w banku centralnym aby zwiększyć płynność na rynku międzybankowym i akcję kredytową banków komercyjnych
Węgry Transakcje FX swap	Transakcje FX swap o różnych zapadalnościach	Zwiększenie płynności w HUF oraz w walutach obcych (EUR)
Węgry Limity na kwotę depozytów	Ustalenie limitu na 3-miesięczne depozyty lokowane przez banki komercyjne w banku centralnym	Zwiększenie płynności i pobudzenie akcji kredytowej
Węgry Sprzedaż swapów stopy procentowej (IRS)	Bank centralny poprzez transakcje IRS przejmuje ryzyko stopy procentowej. Całość programu wynieść ma 1000-1500 mld HUF (3,2-4,8 mld EUR)	Zmniejszenie rentowności długookresowych obligacji skarbowych
Węgry Skup obligacji hipotecznych	Skup przez bank centralny obligacji hipotecznych o zapadalności co najmniej 3 lata zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym	Zmniejszenie rentowności obligacji skarbowych oraz oprocentowania kredytów hipotecznych
Turcja Szerokie asymetryczne pasmo stóp procentowych	Szeroki przedział stóp procentowych zwiększa niepewność dotyczącą stopy jaka ukształtuje się na rynku pieniężnym	Wygładzenie podaży środków zagranicznych dla ograniczenia zmienności na rynkach finansowych
Turcja Mechanizm wyboru waluty rezerwy obowiązkowej	Rezerwa obowiązkowa banków komercyjnych może być utrzymywana w banku centralnym w walutach obcych	Zmniejszenie wrażliwości kursu walutowego na napływ/ odpływ środków zagranicznych

Źródło: opracowanie własne

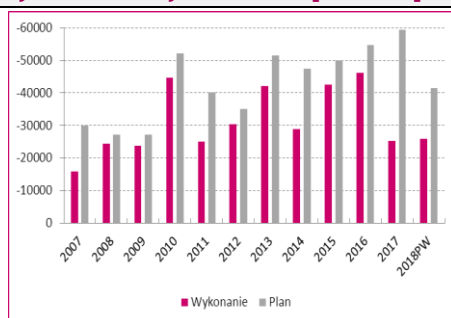
Deficyt sektora finansów publicznych wyniósł 1,7% PKB w 2017 roku a według aktualizacji Raportu Konwergencji do roku 2021 spadnie do 0,7% PKB

POLITYKA FISKALNA

GUS zrewidował dane dotyczące deficytu sektora finansów publicznych, który według aktualnych szacunków wyniósł w 2017 roku 1,7% PKB wobec 1,5% PKB szacowanych pierwotnie. Z takim wynikiem polska gospodarka ulokowała się znacznie poniżej średniej dla UE tj. 1% PKB. Niemniej należy wskazać, że w stosunku do roku poprzedniego saldo finansów publicznych poprawiło się o 0,6 pkt. proc., co przy wzroście wydatków należy ocenić pozytywnie, choć ponad połowa członków UE poprawiło wynik sektora general government w większej skali niż Polska. Poprawa salda finansów publicznych w Polsce ma w dużej mierze charakter cykliczny, wiążący się z dobrą koniunkturą w polskiej gospodarce. Deficyt strukturalny, który eliminuje wpływ koniunktury, wyniósł w 2017 roku 2,1% PKB wobec 2,3% PKB w roku 2016. Zgodnie z przyjętą przez rząd aktualizacją Programu Konwergencji deficyt sektora finansów publicznych spadnie do 0,7% PKB w roku 2021 z 2,1% PKB oczekiwanych w tym roku. Rząd zakłada również redukcję deficytu strukturalnego o 0,5 pkt. proc. PKB rocznie, co jest spójne z wymogami dochodzenia do średniookresowego celu budżetowego (MTO), który dla polski wynosi 1% PKB deficytu strukturalnego.

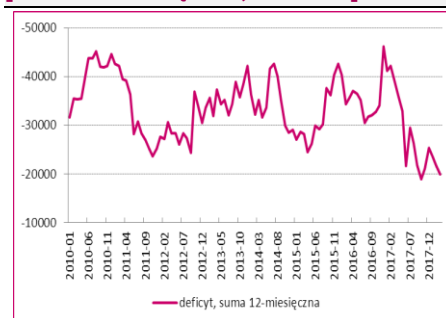
W ocenie resortu finansów przedstawiona ścieżka fiskalna ma ostrożny charakter. Wynika to m.in. z konserwatywnych założeń makroekonomicznych. Wzrost gospodarczy w latach 2018-2019 założony został na poziomie 3,8% r/r, co rzeczywiście jest ostrożną prognozą, poniżej aktualnego konsensusu rynkowego. Niemniej jednak prognoza dynamiki PKB na lata 2020-2021 odpowiednio 3,7% i 3,6% wydaje się optymistycznym założeniem, a aktualne konsensusy wskazują na słabsze wyniki gospodarki. O ile więc w krótkim okresie koniunktura gospodarcza będzie wspierała konsolidację fiskalną, to w średnim i dłuższym horyzoncie będzie rostała presja na wzrost deficytu.

Wykres 9 Planowana i zrealizowana wysokość deficytu budżetu [mln PLN]



Źródło: MF, Macrobond

Wykres 10 Saldo budżetu państwa [suma 12-miesięczna, mln PLN]



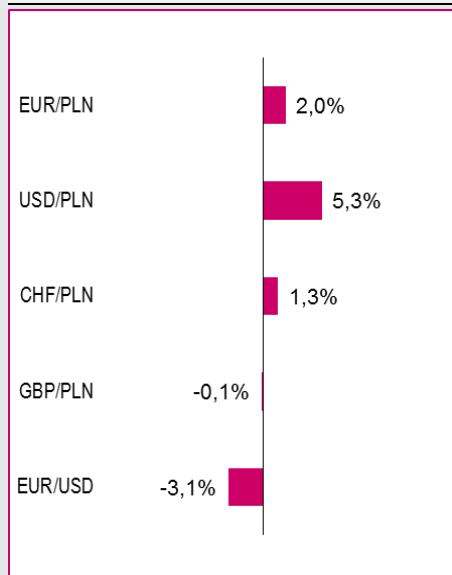
Źródło: Macrobond

Bieżąca realizacja budżetu pozostaje dobra, a w całym roku deficyt budżetu państwa powinien być zbliżony do wyniku z roku 2017, kiedy deficyt wyniósł 25,4 mld PLN

Dotychczasowe wykonanie budżetu państwa, a także spodziewana przez nas ścieżka rozwoju polskiej gospodarki wspierają oczekiwania utrzymania dobrej sytuacji finansów publicznych w tym roku. Według danych MinFin po trzech miesiącach tego roku budżet państwa zamknął się nadwyżką wartości 3,1 mld PLN, choć w samym marcu zanotowano deficyt 1,3 mld PLN. Ponieważ dane miesięczne podlegają sporym wahaniom i znajdują się pod wpływem możliwych przesunięć części dochodów lub wydatków, to bardziej adekwatny obraz sytuacji pokazują dane skumulowane za ostatnie 12 miesięcy, a te wskazują po marcu na deficyt 19,96 mld PLN wobec deficyt 21,76 mld PLN po lutym. W całym roku deficyt jeszcze nieznacznie wzrośnie, jednak w naszej ocenie będzie wyraźnie niższy niż zapisany w ustawie poziom 41,5 mld PLN. Według naszych szacunków realizacja deficytu w tym roku prawdopodobnie będzie zbliżona do poziomu deficytu z roku ubiegłego, kiedy wyniósł 25,4 mld PLN. Realizacja dochodów wciąż przebiega korzystnie, czemu sprzyja solidny wzrost konsumpcji prywatnej oraz dalsza poprawa na rynku pracy, choć ich dynamika w tym roku jest niższa niż w 2017r., w dużej mierze ze względu na mniejsze przyrosty wpływów z podatku VAT. Dochody podatkowe były po marcu o 3,3% wyższe niż przed rokiem, przy czym dochody z PIT wzrosły o 16,3% r/r, a wpływy z podatku VAT były po marcu o 0,7% wyższe niż przed rokiem. Lepsza od oczekiwań realizacja budżetu centralnego przełożyła się także na lepsze niż założony przez resort finansów na poziomie 2,1% PKB deficyt całego sektora finansów publicznych w tym roku.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 11 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

Notowania kursu EUR/PLN w kwietniu miały dwie odmienne odstony. W pierwszej połowie miesiąca kurs zmniejszał z poziomu 4,23 do 4,15 wykorzystując pozytywny sentyment inwestycyjny na świecie i decyzję agencji Standard and Poor's o podwyższeniu perspektywy ratingu Polski do pozytywnej ze stabilnej potwierdzając jednocześnie rating na dotychczasowym poziomie BBB+. Sytuacja odwróciła się w kolejnych tygodniach, gdy w szybkim tempie złoty zaczął tracić na wartości i pierwszego dnia maja EUR/PLN osiągnął poziom 4,29 tj. maksimum z października ubiegłego roku. W drugiej połowie kwietnia z jedenastu sesji zaledwie jedna zakończyła się umocnieniem złotego. Dodatkowo kurs EUR/PLN zanotował osiem z rzędu sesji wzrostowych, co nie zdarzyło się od końca 2014 roku, kiedy to źródłem przeceny złotego był dynamiczny odpływ kapitału zagranicznego z rosyjskiego rynku, co skutecznie zniechęciło inwestorów do aktywów z koszyka rynków rozwijających się. Takiej serii osłabienia złotego nie obserwowano nawet w maju 2012 roku, gdy awersja do ryzyka związana z groźbą wyjścia Grecji ze strefy euro negatywnie przekładała się na wycenę aktywów Europy Środkowo-Wschodniej.

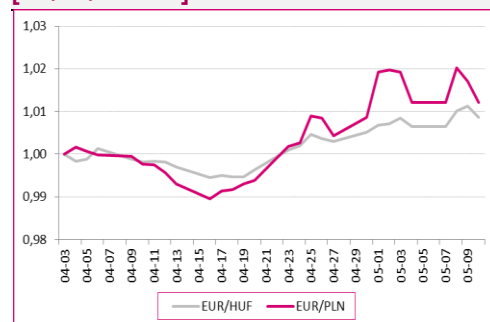
Warto podkreślić, iż spośród walut tej części regionu złoty tracił najsilniej. Od połowy kwietnia kurs EUR/PLN wzrósł o około 3%, podczas gdy węgierski forint stracił nieco ponad 1,6% do euro, czeska korona około 1,2%, a rumuński lej - za sprawą majowej podwyżki stóp procentowych w tym kraju - zaledwie 0,2%. To co natomiast wyróżniało złotego w roku 2017 jak i obecnie była jego wysoka odporność na wydarzenia zewnętrzne. Poprzednio w 3% amplitudzie wahań EUR/PLN tkwił przez pół roku. Obecnie osiągnął ją w trzy tygodnie. Pewnym wytłumaczeniem tej sytuacji jest fakt niższej płynności krajowego rynku na początku maja, gdy polskie święta wyłączały rodzimych inwestorów z handlu.

Wykres 12 Notowania EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Macrobond

Wykres 13 Notowania EUR/PLN i EUR/HUF [03.04.18=100]



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Obecnie większe prawdopodobieństwo przypisujemy utrzymaniu EUR/PLN w okolicy 4,2320 - 4,2550 aniżeli presji na umocnienie polskiej waluty

W naszej ocenie bieżącą sytuację na złotym należy traktować w szerszym kontekście. Wydarzeniem, które już w marcu zachwiało wyceną złotego było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, gdy łagodna retoryka i wydłużenie prawdopodobnego horyzontu stabilnych stóp procentowych odebrało polskiej walucie argument za umocnieniem, a tym samym zwiększyło jej wrażliwość na wydarzenia globalne. Drugim wydarzeniem, które w naszej ocenie zmniejszyło atrakcyjność polskiej waluty było prawdopodobne osiągnięcie przez polską gospodarkę na przełomie 2017 i 2018 roku szczytu aktywności w tym cyklu koniunkturalnym. Trzecim, najbardziej aktualnym, argumentem odpowiadającym za przecenę złotego jest pogorszenie sentymentu globalnego i przekierowanie kapitału z rynków wschodzących do amerykańskiego dolara, gdzie solidne wyniki gospodarcze uzasadniają dotychczasowe tempo normalizacji polityki pieniężnej. Podsumowując uważamy, iż z uwagi na wspomniane wcześniej czynniki krajowe - tj. wydłużony okres stabilnych stóp procentowych i prawdopodobny brak pozytywnych niespodzianek w tempie PKB w kolejnych kwartałach - przypisujemy obecnie większe prawdopodobieństwo utrzymaniu EUR/PLN w okolicy poziomu 4,2320 - 4,2550 aniżeli presji na umocnienie polskiej waluty. Zniżka poniżej wskazanej bariery będzie możliwa dopiero w sytuacji poprawy globalnego apetytu na ryzyko. Nawet jeśli do tego doszło to potencjał aprecjacyjny polskiej waluty - przy utrzymaniu scenariusza krajowej polityki pieniężnej - pozostanie ograniczony. Zniżka kursu EUR/PLN do tegorocznego minimum na poziomie 4,13 jest co prawda możliwa, ale wymagałaby wygenerowania nowego impulsu (podwyżka ratingu Polski przez

W kwietniu polski dług początkowo zyskiwał na wartości, by w drugiej połowie ulec przecenieniu

Tabela 4. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2017 i 2018

		V 2017		V 2018	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł	
18.05.17	OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727	3,0			
25.05.17	przetarg zamiany	4,3			
10.05.18			przetarg zamiany		4,7
24.05.18			OK0720/ PS0123/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528		

Źródło: MinFin

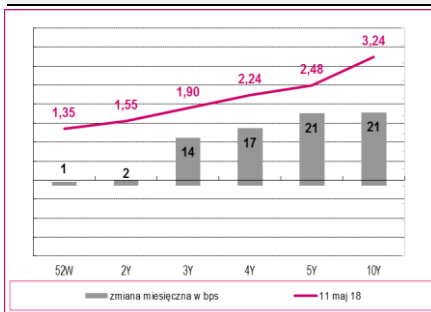
Wycena SPW zdyskontowała znaczącą ilość pozytywnych informacji

agencję Standard and Poor's, sukces krajowej dyplomacji w negocjacjach na temat budżetu Unii Europejskiej). W przeciwnym razie spadek EUR/PLN wywołany wyłącznie napływem kapitału spekulacyjnego byłby krótkotrwały.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

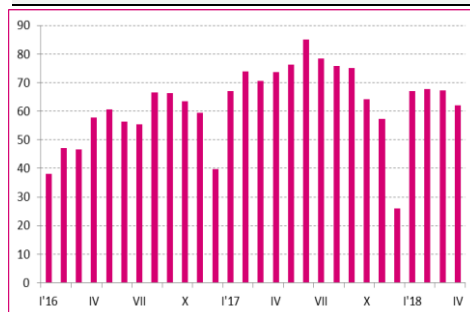
Kwietniowa sytuacja na krajowym rynku długu przypominała sytuację z rynku złotego w ubiegłym miesiącu. W obu przypadkach polskie aktywa początkowo zyskiwały na wartości, by w drugiej połowie ulec przecenieniu. Na rynku obligacji oznaczało to wzrost dochodowości 10-latki z poziomu 2,98% tj. 1,5-rocznego minimum do 3,30% w pierwszej dekadzie maja. Równie spektakularny był wzrost rentowności 5-latki, która z poziomu 2,24% zwyżkowała do 2,58%. Zmiany na długim końcu krzywej w połączeniu z relatywną stabilizacją 2-letniego benchmarku, gdzie amplituda wahań w tym czasie była ledwo dwucyfrowa, skutkowały wyraźnym wystromieniem krzywej. Rozszerzeniu uległ ponadto spread pomiędzy polską 10-latką, a niemieckim Bundem, którego wycena w kwietniu była względnie stabilna. W połowie kwietnia na poziomie 245 bps był on najniższy od początku 2016 roku, a obecnie wynosi niemal 270 bps, czyli powrócił do 6-letniej średniej. Zwyżka dochodowości polskiego długu była spójna z zachowaniem obligacji pozostałych państw regionu. Silniej od polskiej 10-latki, bo o 40 bps wzrosła między innymi rentowność 10-letniego benchmarku Węgier. Co ciekawe w kwietniu ze względu na rynkowe warunki rosyjskie Ministerstwo Finansów zdecydowało - po raz pierwszy od 2015 roku - o czasowym anulowaniu sprzedaży obligacji.

Wykres 14 Miesięczna zmiana dochodowości SPW [%]



Źródło: Datastream, opracowanie własne

Wykres 15 Stan środków na rachunkach budżetowych MinFin [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Bieżącej przeceny SPW nie należy utożsamiać z czynnikami krajowymi. Te niezmiennie od kilku miesięcy wspierają wycenę polskiego długu. Ostatnim impulsem do wzrostu wartości obligacji była informacja Ministerstwa Finansów z końca kwietnia o obniżeniu podaży na przetargach w drugim kwartale w kierunku dolnego poziomu wskazywanego pierwotnie przedziału 15 - 25 mld PLN. W naszej ocenie pozytywny wpływ wydarzeń wewnętrznych będzie jednak stopniowo wygasnął. Mamy bowiem do czynienia ze zdyskontowaniem znaczącej ilości korzystnych dla wyceny długu informacji - polityka stabilnych stóp procentowych, dobra sytuacja budżetu centralnego, ograniczenia podaży obligacji, podwyższenie perspektywy ratingu Polski przez agencję Standard and Poor's. Na horyzoncie natomiast pojawia się coraz więcej czynników ryzyka. Jednym z nich jest sytuacja na rynku amerykańskim. W ubiegłym miesiącu różnica w dochodowości polskiej i amerykańskiej 10-latki wynosiła zaledwie 6 bps tj. najmniej od 2006 roku. Realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych, która po kwietniu wyniosła 55% (a trzeba pamiętać, że w tym jest spora część prefinansowana z poprzedniego roku) i była najniższa od 2010 roku, również może być źródłem wzrostu dochodowości w drugiej połowie roku, gdy Ministerstwo Finansów będzie musiało zintensyfikować swoje działania. W szczególności, iż jak niedawno przyznał wiceminister finansów P.Nowak resort planuje w drugiej połowie roku prefinansować „dużą”, co w naszej ocenie oznaczać może więcej niż standardowe 25%, część potrzeb na 2019 rok. Komfort co prawda nadal zapewnia dobra sytuacja płynnościowa budżetu, jednak 62 mld PLN jakie na koniec kwietnia było na rachunkach budżetowych było wartością o 5,2 mld PLN niższą w stosunku do końca pierwszego kwartału i aż 11,7 mld PLN mniejszą wobec analogicznego okresu ubiegłego roku.

W średnim terminie rentowność SPW powinna umiarkowanie wzrosnąć

Kwiecień był okresem spadku eurodolara

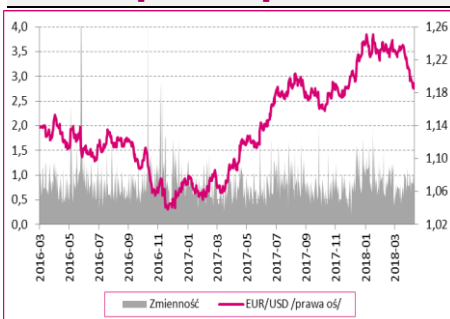
W krótkim terminie kierunek kursu EUR/USD wyznaczać będą przede wszystkim dane makro ze strefy euro

Kolejnym argumentem za wzrostem dochodowości polskich obligacji są coraz częstsze epizody podwyższonej na skutek geopolitycznych wydarzeń awersji do ryzyka na świecie. Zakres potencjalnej wyższej rentowności będzie jednak ograniczany przez rosnącą płynność sektora bankowego w Polsce, która przekłada się na zakupy obligacji oraz wciąż łagodna polityka pieniężna w Japonii tj. kraju o największym udziale w SPW wśród inwestorów zagranicznych. Podsumowując, uważamy, iż o ile w krótkim okresie dopuszczamy możliwość niższej dochodowości długoterminowego długu Polski - głównie jako odreagowanie po dynamicznej przecenie z przełomu kwietnia i maja - to w średnim terminie rentowność obligacji powinna umiarkowanie wzrosnąć jako konsekwencja rosnącej podaży krajowej i stopniowej wyższej dochodowości rynków bazowych.

RYNKI ZAGRANICZNE

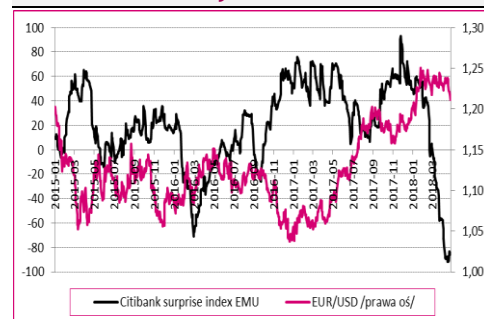
O ile w pierwszej połowie kwietnia amplituda wahań eurodolara wyniosła zaledwie około 1,5 centa, to w drugiej przekroczyła już 3,5 a licząc do chwili obecnej aż 6 centów. Z poziomu 1,23 kurs EUR/USD w trzy tygodnie, zniżył się do 1,18 tj. tegorocznego minimum. Źródłem zmian była seria rozczarowujących danych ze strefy euro, która swoją wymową pokrzyżowała - obrany kilka miesięcy temu -rynkowy scenariusz normalizacji polityki pieniężnej w długim terminie. Jednocześnie solidne dane ze Stanów Zjednoczonych uzasadniały marcowe prognozy Fed dotyczące stopniowych podwyżek stóp procentowych w USA w 2018 roku i kolejnych latach, co zapewniało dolarowi wsparcie. Podobnie jak awersja do ryzyka wywołana decyzją D.Trumpa o wycofaniu USA z porozumienia z Iranem zwiększyła atrakcyjność dolara, jako tzw. bezpiecznej przystani, w oczach inwestorów. W rezultacie indeks dolarowy wzrósł o ponad 4% tj. w największej skali od końca 2016 roku, czyli zwycięstwa D.Trumpa w wyborach prezydenckich w USA, co dało dolarowi gwałtowny, acz krótkotrwały impuls do wzrostu wartości.

Wykres 16 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Datastream

Wykres 17 Indeks zaskoczeń makroekonomicznych i EUR/USD



Źródło: Macrobond

W krótkim terminie kierunek kursu EUR/USD wyznaczać będą przede wszystkim dane makro ze strefy euro. Na ich podstawie inwestorzy będą bowiem próbowali odpowiedzieć na pytanie, czy ostatnie słabsze odczyty z EMU są jedynie zadyszka europejskiej gospodarki, czy początkiem nowego trendu. Z tego powodu uważamy, iż w przypadku czasowego ustąpienia napięcia na Bliskim Wschodzie dane makroekonomiczne ze strefy euro będą najistotniejszymi wydarzeniami dla kursu EUR/USD w najbliższych tygodniach. Wygaszenie rynkowej awersji do ryzyka związanej z Iranem jest natomiast prawdopodobne. Mimo geopolitycznych konsekwencji wycofania się Waszyngtonu z nuklearnego porozumienia z Teheranem szoki polityczne zawsze były gwałtownymi, lecz krótkotrwałymi epizodami dla rynków finansowych. W najbliższych tygodniach poprawę sentymentu inwestycyjnego może natomiast zapewnić spotkanie przywódców USA i Korei Północnej, które odbędzie się w Singapurze 12 czerwca.

Podsumowując, ostatni spadek eurodolara do tegorocznego minimum na poziomie 1,18 traktujemy jako rynkowe urealnienie sytuacji, po serii słabszych danych makro ze strefy euro kontrastujących z wciąż solidną sytuacją fundamentalną w USA. O kierunku notowań pary EUR/USD w największym stopniu decydować będą wyniki gospodarki EMU, które powinny przynieść poprawę w stosunku do poprzedniego miesiąca, co obok

W średnim terminie kluczowa dla eurodolara może okazać się sytuacja na rynku ropy naftowej

spadku dolarowych pozycji spekulacyjnych powinno zdecydować o łagodnej wyżycie notowań EUR/USD w dalszej części maja.

W średnim terminie kluczowa dla eurodolara może okazać się sytuacja na rynku ropy naftowej. Po tym, jak USA wycofały się z porozumienia z Iranem, co oznacza przywrócenie sankcji na eksport tamtejszej ropy naftowej, cena baryłki Brent wzrosła do nienotowanego od końca 2014 roku poziomu 77 USD. Utrzymanie tego trendu w dłuższym terminie może nasilić procesy inflacyjne i zdecydować chociażby o bardziej agresywnej ścieżce zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed, a tym samym umocnić dolara. Przypomnijmy, iż marcowe posiedzenie Fed pokazało podział wewnątrz banku centralnego na ośmiu zwolenników tegorocznego zacieśniania monetarnego o łącznej skali 75 bps i siedmiu przedstawicieli ostrzejszego kursu w kwestii stóp procentowych.

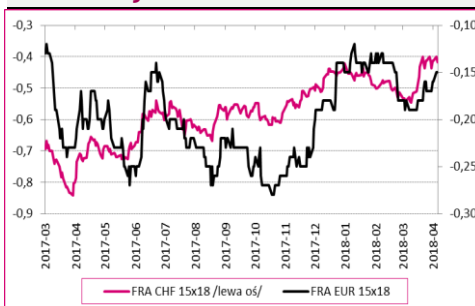
3-letnie maksimum kursu EUR/CHF

Ostatnie tygodnie to okres dynamicznego wzrostu notowań EUR/CHF. Z poziomu 1,15 na początku marca kurs wzrósł do 1,20 tj. najwyższego poziomu od stycznia 2015 roku, czyli daty gdy bank centralny Szwajcarii zrezygnował z bronięcia minimalnego kursu EUR/CHF na tym właśnie poziomie.

W naszej ocenie źródłem wyżyci notowań był wzrost oczekiwań na mniej łagodne podejście do polityki pieniężnej przez SNB jako konsekwencja oczekiwań normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro po okresie dobrych wyników tamtejszej gospodarki. Mimo, iż podczas marcowego posiedzenia Banku Szwajcarii zmianie nie uległa dotychczasowa retoryka - SNB podtrzymał wcześniejsze oczekiwania, co do 2% tempa wzrostu PKB w tym roku, a nawet obniżył ścieżkę inflacji - notowania szwajcarskich kontraktów FRA (15x18) osiągnęły najwyższy poziom od początku 2015 roku. Wytlumaczeniem takiego ruchu jest sytuacja na europejskiej krzywej FRA i jej ścisła korelacja z krzywą szwajcarską, jak również kursem EUR/CHF. Od posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego w marcu korelacja pomiędzy kontraktami FRA CHF 15x18, a FRA EUR 15x18 wzrosła do poziomu 0,7352 a współczynnik korelacji pomiędzy kursem EUR/CHF, a wspomnianymi wcześniej szwajcarskimi FRAsami osiągnął poziom 0,5601. Nie bez znaczenia były ponadto jastrzębie komentarze członków Europejskiego Banku Centralnego. Prezes Bundesbanku J.Weidmann, który jest faworytem do objęcia stanowiska prezesa EBC w przyszłym roku, podtrzymał ocenę, co do konieczności szybkiego rozpoczęcia wygaszania programu skupu aktywów. Z kolei E.Nowotny - szef banku centralnego Austrii - przyznał, iż program QE może zostać znacząco zredukowany po wrześniu, a on sam nie miałby nic przeciwko podwyżce stopy depozytowej. Komentarze wywołały wzrost europejskiej krzywej FRA, który została skopiowany przez krzywą szwajcarską.

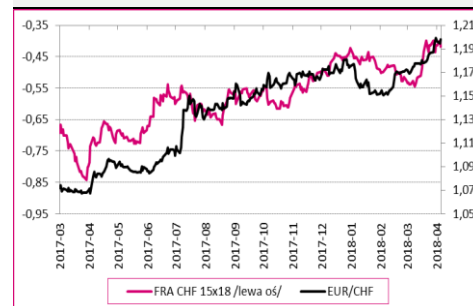
Naszym zdaniem ostatnie zmiany kursu EUR/CHF zostały osiągnięte głównie dzięki rosnącym oczekiwaniom na mniej gółębie nastawienie Narodowego Banku Szwajcarii w związku z perspektywami zacieśnienia polityki pieniężnej w strefie euro, a także globalnego sentymentu i obrazu technicznego EUR/CHF. Opierając się na takich założeniach, kierunek kursu EUR/CHF w dużym stopniu zależeć będzie od decyzji Europejskiego Banku Centralnego traktowanych jako indyktor przyszłych ruchów SNB. Poprawa warunków ekonomicznych w gospodarce EMU w Q1 uzasadniała oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej w strefie euro w przyszłym roku i z pewnym opóźnieniem w Szwajcarii, więc ostatni ruch EUR/CHF należy traktować jako powrót tzw. zjawiska "old normal". Tym bardziej, że obecna sytuacja na rynku ropy (77 USD za baryłkę, najwyższy poziom od 2014 r.) generuje presję inflacyjną. Nie oczekujemy jednak kontynuacji trendu wzrostowego EUR/CHF. Naszym zdaniem poziom 1,20 dyskontuje wiele pozytywnych informacji o polityce pieniężnej w strefie euro i Szwajcarii (zwłaszcza w kontekście najnowszych słabszych od oczekiwań wskaźników makro z EMU i Niemiec - Ifo, PMI, Zew).

Wykres 18 Notowania kontraktów FRA w EMU i Szwajcarii



Źródło: Datastream

Wykres 19 Notowania szwajcarskich kontraktów FRA i EUR/CHF



Źródło: Datastream

Makro i rynek

raport miesięczny

Krzywa amerykańska jest najbardziej płaska od 2007 roku

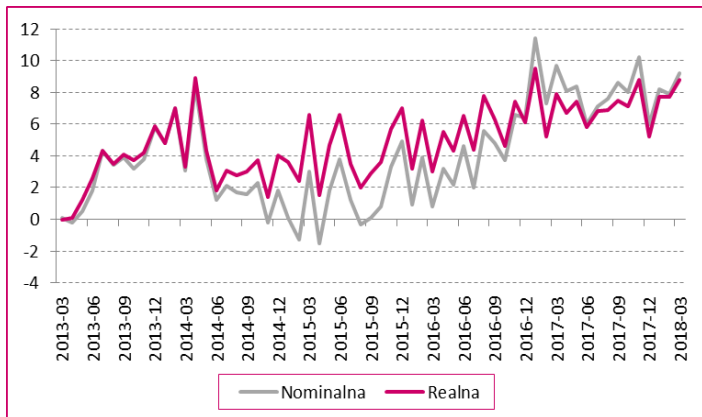
W naszej ocenie przestrzeń do dalszego wzrostu dochodowości amerykańskiej 10-latki jest ograniczona

Mimo, iż kwietniowa amplituda wahań Bunda wyniosła 13 bps, to przez pierwszą połowę ubiegłego miesiąca wynosiła zaledwie 3 bps, co doskonale ukazuje jak początkowo spokojny przebieg miała wycena niemieckiej 10-latki. Tym co zburzyło ten spokój była między innymi wypowiedź przedstawiciela Europejskiego Banku Centralnego, który zaprezentował jastrzębie stanowisko w kwestii stóp procentowych. W opisie marcowego posiedzenia jednak bankierzy EBC nie wskazywali na konieczność zacieśniania polityki pieniężnej. Wyrazili natomiast zaniepokojenie o potencjalne negatywne skutki wojen handlowych, co - obok wzrostu awersji do ryzyka na świecie i słabszych danych makro ze strefy euro - sprawiło, że na koniec kwietnia dochodowość Bunda powróciła do poziomu 0,56% tj. zaledwie o 6 bps wyższego w stosunku do końca pierwszego kwartału. Na amerykańskim rynku długu kwiecień był miesiącem wyraźnego jak na Treasuries wzrostu dochodowości. 10-letni benchmark zwyżkował bowiem w dochodowości o ponad 25 bps i pod koniec omawianego okresu - po raz pierwszy od 2011 roku - przekroczył barierę 3,0%. Zmiany na krótki końcu postępowały jeszcze szybciej, stąd amerykańska krzywa - ze spreadem pomiędzy 2- i 10-latką na poziomie 42 bps - najbardziej płaska od 2007 roku.

W naszej ocenie przestrzeń do dalszego wzrostu dochodowości amerykańskiej 10-latki jest ograniczona. Uważamy, że rentowność tego benchmarku powinna w najbliższych tygodniach zawierać się w przedziale 2,80 - 3,10% z uwagi na fakt, iż awersja do ryzyka związana z napiętą sytuacją na Bliskim Wschodzie (Iran, Syria) utrzymuje apetyt inwestorów na dług USA, a postępująca normalizacja polityki pieniężnej w obranym przez Fed scenariuszu na ten rok - łącznie trzy podwyżki stóp procentowych po 25 bps każda - jest już w pełni zdyskontowana przez wycenę UST. To co może utrzymywać dochodowość bliżej górnej granicy wskazywanego przez nas przedziału jest rosnąca podaż amerykańskiego długu. Decyzje fiskalne prezydenta Donalda Trumpa zmuszają USA do podniesienia emisji obligacji, w szczególności, że Rezerwa Federalna zmniejsza swój bilans. Departament Skarbu zwiększył w drugim kwartale kwotę emisji obligacji do 73 mld USD. W pierwszych trzech miesiącach tego roku również podnosił wartość emisji, co nie zdarzyło się od 9 lat. Departament Skarbu poinformował ponadto, że zniesione zostały limity aukcji obligacji kuponowych i o zmiennym oprocentowaniu. W przypadku niemieckiej 10-latki za najbardziej prawdopodobny scenariusz przyjmujemy stabilizację rentowności wokół 0,56% jako poziomu z jednej strony dobrze odzwierciedlającego zainteresowanie inwestorów Bundem, jako aktywem safe-haven, z drugiej jako punkt wyjścia do ewentualnego ponownego dyskontowania normalizacji polityki pieniężnej w EMU w przypadku, gdyby ostatnie słabsze dane okazały się tylko chwilową zadyszka.

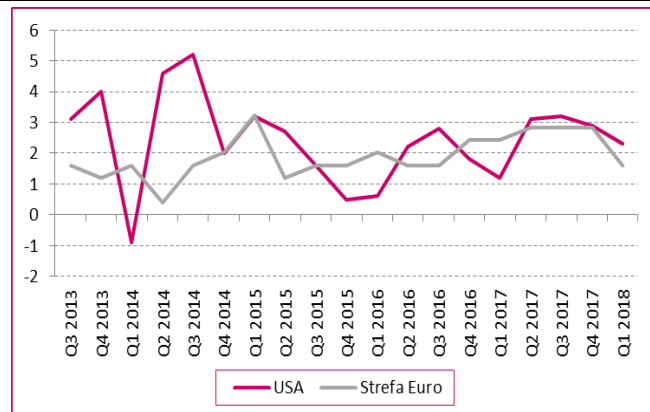
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 20 Sprzedaż detaliczna w Polsce [% r/r]



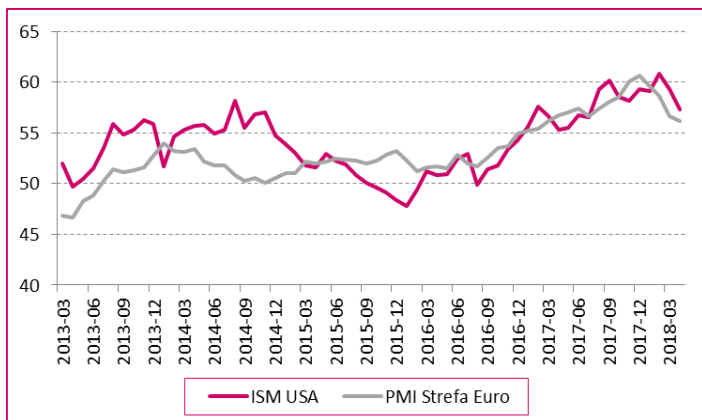
Źródło: Datastream

Wykres 21 Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



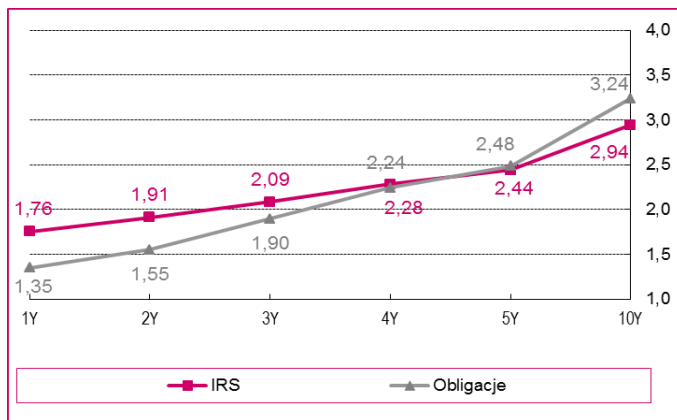
Źródło: Datastream

Wykres 22 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



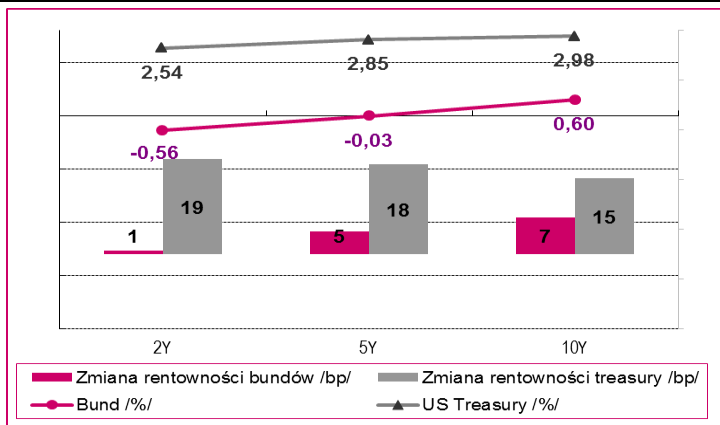
Źródło: Datastream

Wykres 23 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



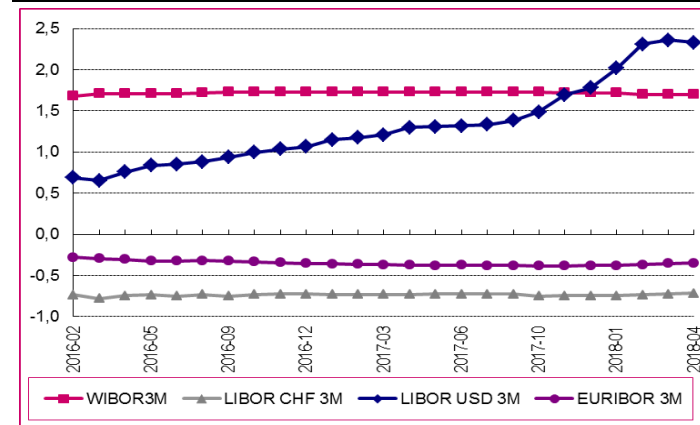
Źródło: Thomson Reuters

Wykres 24 Miesięczna zmiana dochodowości Bunda i amerykańskiej 10-latki [%]



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 25 Notowania WIBOR 3M, LIBOR CHF 3M, EURIBOR 3M i LIBOR USD 3M [%]



Źródło: Thomson Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18
Inflacja- CPI (% r/r)	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7
Inflacja bazowa (% r/r)	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7
Ceny producenta - PPI (% r/r)	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,3	0,9	1,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,8	5,9
Produkcja przemysłowa (% r/r)	8,8	4,4	12,3	9,2	2,8	8,7	7,4	1,8	8,1	1,1
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	6,9	7,5	7,1	8,8	5,2	7,7	7,7	8,8	4,5	5,0
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	311	218	436	278	-699	2072	-1017	-1060	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,7	-2,1	-	-
Import (EUR, % r/r)	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	2,2	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,3	7,0
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7
Stopa bezrobocia (%)	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,0
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	1,65	1,65	1,65	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,52
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,43
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,29	3,38	3,44	3,35	3,30	3,62	3,35	3,17	3,08	3,25
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,55
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,20

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	1982,1	2112,9
PKB (wzrost realny, %)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,6
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	6,5
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	-1,7	-1,7
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

Maj / Czerwiec

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 PL: rachunek obrotów bieżących	15 GE: PKB, ZEW PL: CPI, PKB EZ: produkcja przemysłowa, PKB US: sprzedaż detaliczna	16 GE: CPI EZ: CPI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, liczba nowych budów, pozwolenia na budowę PL: inflacja bazowa, decyzja w sprawie stóp procentowych	17 US: liczba nowych bezrobotnych	18 GE: PPI PL: płace, zatrudnienie EZ: bilans handlowy
21 PL: produkcja przemysłowa, PPI	22 US: indeks Richmond Fed	23 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, opis posiedzenia banku centralnego PL: sprzedaż detaliczna	24 GE: PKB PL: podaż pieniądza M3 US: liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż nowych domów	25 PL: stopa bezrobocia GE: IFO US: zamówienia na dobra trwałe, indeks uniwersytetu Michigan
28	29 US: indeks CaseShiller, Conference Board	30 PL: CPI, PKB US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP, PKB, Beżowa Księga	31 EZ: szacunki inflacji US: raport Challengera, dochody i wydatki prywatne, inflacja bazowa PCE, liczba nowych bezrobotnych	01 PL: PMI w przemyśle, opis posiedzenia banku centralnego GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia, płaca godzinowa, ISM
04 EZ: Sentix, PPI US: zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku	05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna	06 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, bilans handlowy PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	07 GE: zamówienia fabryczne EZ: PKB US: liczba nowych bezrobotnych	08 GE: produkcja przemysłowa PL: decyzja Fitch w sprawie ratingu
11	12 GE: ZEW US: CPI	13 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, PPI, decyzja w sprawie stóp procentowych PL: rachunek obrotów bieżących	14 GE: CPI PL: CPI EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych US: liczba nowych bezrobotnych	15 EZ: CPI PL: inflacja bazowa US: produkcja przemysłowa, indeks uniwersytetu Michigan,

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

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik 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.