

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

13 czerwca 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

- Szacunkowe dane GUS dotyczące wzrostu gospodarczego w 1Q br. potwierdziły dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce na początku tego roku. Według wstępnych danych dynamika PKB przyspieszyła do 5,2% r/r z 4,9% r/r w 4Q ub. roku. W samym 1Q wzrost gospodarczy po odsezonowaniu wyniósł 1,6% kw/kw, najwyższy od 4Q 2016. Obok Łotwy, to najlepszy wynik w całej Unii Europejskiej. Dobry rezultat przyćmiewa jednak struktura wzrostu. Głównym motorem gospodarki od dwóch lat pozostaje konsumpcja prywatna. Wciąż słabo wyglądają natomiast inwestycje w środki trwałe. Przyspieszenie ich dynamiki w 1Q do 8,1% r/r to w głównej mierze efekt wzrostu inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków UE, co widoczne było w dynamicznym wzroście inwestycji samorządów lokalnych. Dynamika nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób wyhamowała natomiast do 6,6% r/r w 1Q z 12,2% r/r w 4Q ub.r. Inwestycje sektora prywatnego wzrosły o zaledwie 2,0% r/r, w ujęciu nominalnym, zaś inwestycje firm publicznych zwiększyły się o 30,4% r/r, czemu pomogła wyższa absorpcja środków unijnych. Jeszcze bardziej niepokojący jest fakt, że inwestycje krajowych firm prywatnych były w 1Q nominalnie o 6,7% niższe niż przed rokiem. Inwestycje firm prywatnych to wciąż brakujący element popytu, bez którego niemożliwe będzie utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu gospodarczego. Szczyt koniunktury polska gospodarka osiągnęła na przełomie 2017 i 2018 roku, a dane miesięczne sugerują jego stopniowe wyhamowywanie, w ślad za wytraceniem impetu wzrostu w gospodarce europejskiej.
- Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała w czerwcu stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Od ponad trzech lat podstawowa stopa NBP wynosi zatem 1,5%. Zgodnie z oczekiwaniami komunikat po posiedzeniu Rady był zbieżny z publikowanymi w poprzednich miesiącach. W ocenie większości członków tego gremium bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce, pomimo oczekiwanego nieznacznie spowolnienia tempa wzrostu PKB w kolejnych latach. Jednocześnie zgodnie z bieżącymi prognozami 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. Zdaniem prezesa A. Głapińskiego napływ nowych informacji wspiera scenariusz stabilnych stóp procentowych całym horyzoncie projekcji, tj. do 2020 r.
- Maj był miesiącem systematycznego osłabienia złotego w relacji do głównych walut. W tym okresie kurs EUR/PLN wzrósł z 4,24 do 15-miesięcznego maksimum na poziomie 4,34. Taka skala osłabienia złotego była największa od listopada 2016 roku, gdy D.Trump zwyciężył w wyborach prezydenckich w USA. Przecena złotego oraz pozostałych walut tej części regionu była w maju wynikiem sytuacji geopolitycznej na świecie. Pogorszenie sentymentu inwestycyjnego zapoczątkowała decyzja prezydenta USA, który wycofał Stany Zjednoczone z porozumienia z Iranem. Eskalację awersji do ryzyka zapewniły zawirowania na linii Korea Północna - USA, a także sytuacja w Turcji i we Włoszech.

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

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	1,50%-1,75%	12-13 cze	1,75%-2,00%
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%	10-11 lip	1,50%

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

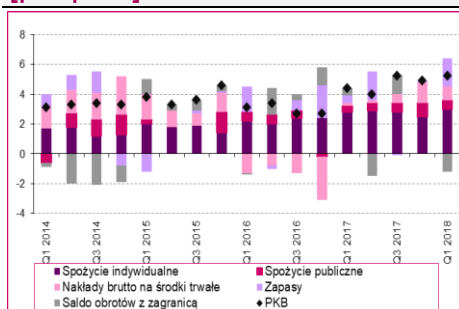
Wzrost gospodarczy na początku tego roku zaskoczył pozytywnie

Szacunkowe dane GUS dotyczące wzrostu gospodarczego w 1Q br. potwierdziły dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce na początku tego roku. Według wstępnych danych dynamika PKB przyspieszyła do 5,2% r/r z 4,9% r/r w 4Q ub. roku, co było wynikiem nieco wyższym od konsensusu. W samym 1Q wzrost gospodarczy po odsezonowaniu wyniósł 1,6% kw/kw, najwyższy od 4Q 2016. Obok Łotwy, to najlepszy wynik w całej Unii Europejskiej. Bardzo dobry wynik polskiej gospodarki przyćmił jednak mniej optymistycznie informacje o jego strukturze. Głównym motorem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, dodając 3,0 pkt. proc. do wzrostu PKB, jednak jej dynamika wyhamowała do 4,8% r/r z 5,1% r/r kwartał wcześniej. To nie zaskakuje biorąc pod uwagę rosnące dochody rozporządzalne oraz optymistyczne nastroje gospodarstw domowych. Już od ponad dwóch lat konsumpcja prywatna pozostaje dominującym czynnikiem napędzającym wzrost.

Brak inwestycji firm prywatnych, przy dużej aktywności inwestycyjnej samorządów

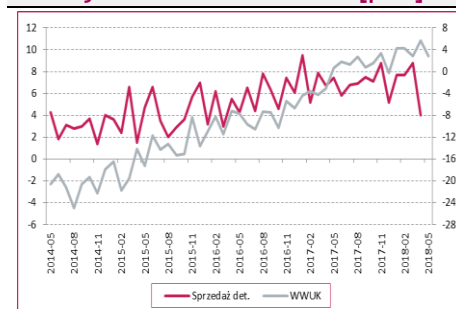
Wciąż słabo wyglądają inwestycje w środki trwałe. Przyspieszenie ich dynamiki w 1Q do 8,1% r/r to w głównej mierze efekt inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków UE. Sugerowały to już dane miesięczne o produkcji budowlano-montażowej, która pomiędzy styczniem a marcem wzrosła o 26,1% r/r. Znalazło to też potwierdzenie we wzroście wartości dodanej w budownictwie o 24,4% r/r, najszybciej od 11 lat. Z drugiej natomiast strony przedsiębiorstwa pozostają wstrzemięźliwe w zakresie podejmowania projektów inwestycyjnych. Dynamika nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób wyhamowała w 1Q do 6,6% r/r z 12,2% r/r w 4Q ub.r. W tym samym czasie inwestycje samorządowe, głównie o charakterze infrastrukturalnym, wzrosły o 83,1% r/r. W strukturze inwestycji według aktywów uwagę zwraca spadek dynamiki nakładów na maszyny i urządzenia, które były w 1Q tego roku o zaledwie 2,8% wyższe niż przed rokiem (+7,9% r/r w 4Q 2017). To rozczarujący wynik biorąc pod uwagę wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, dobre wyniki finansowe firm oraz niskie koszty finansowania. Także struktura własnościowa nie daje podstaw do optymizmu. Inwestycje sektora prywatnego wzrosły o zaledwie 2,0% r/r, w ujęciu nominalnym, zaś inwestycje firm publicznych zwiększyły się o 30,4% r/r, co oznacza wyhamowanie wzrostów z odpowiednio 3,1% i 48,6% kwartał wcześniej. Jeszcze bardziej niepokojący jest fakt, że inwestycje krajowych firm prywatnych spadły w 1Q nominalnie o 6,7% r/r. Inwestycje firm prywatnych to wciąż brakujący element popytu, bez którego niemożliwe będzie utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu gospodarczego.

Wykres 1 Dekompozycja wzrostu PKB [pkt. proc.]



Źródło: Datastream

Wykres 2 Sprzedaż detaliczna [% r/r] i nastroje konsumentów WWUK [pkt.]



Źródło: Macrobond

Wysoki wkład zapasów do wzrostu PKB

W danych o PKB zaskoczyła wysoka dodatnia kontrybucja zmiany zapasów, która dodała do wzrostu PKB aż 1,9 pkt. proc. W kwartalnych danych o rachunkach narodowych pozycja ta ma charakter rezydualny i bilansujący, stąd w kolejnych kwartałach może podlegać rewizjom. Wzrost zapasów mógł być częściowo związany z układem kalendarza i Świąt Wielkanocnych, który spowodował przesunięcie części dostaw eksportowych z marca na kwiecień. To częściowo uzasadniałoby także wyraźny ujemny wkład do wzrostu eksportu netto, kiedy jego kontrybucja wyniosła -1,2 pkt. proc., a dynamika wolumenów eksportu wyhamowała wyraźnie.

W drugiej połowie tego roku spodziewamy się wyhamowania wzrostu

Wyhamowanie sprzedaży detalicznej musi odzwierciedlać pogorszenia tendencji w zakresie konsumpcji prywatnej

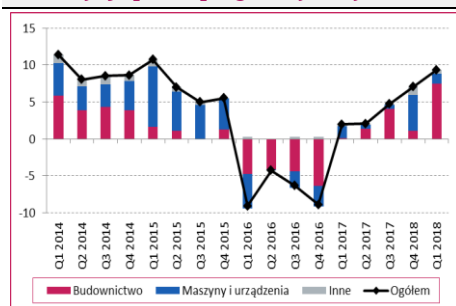
Przemysł wytraca dynamikę w następstwie wyhamowania wzrostu w Eurolandzie

Dane miesięczne sugerują stopniowe wyhamowywanie wzrostu gospodarczego, w ślad za wytracaniem impetu wzrostu w gospodarce europejskiej. Szczyt koniunktury polska gospodarka osiągnęła zatem na przełomie 2017 i 2018 roku i kolejne kwartały przyniosą stopniowe wyhamowanie dynamiki PKB. Sygnalizują to nie tylko odczyty indeksów koniunktury PMI, ale też dane z gospodarki realnej. W całym roku realne pozostaje osiągnięcie dynamiki PKB na poziomie 4,6%. Silniejsze wyhamowanie wzrostu dotknie polską gospodarkę w 2019 roku.

Dane o sprzedaży detalicznej, której dynamika w ujęciu realnym wyhamowała do 4,0% r/r w kwietniu z 8,8% w marcu, mogą być jednak zaburzone przez układ kalendarza, a także zakaz handlu w niektóre niedziele. Fundamentalnie, konsumpcja ma podstawy do utrzymania się na ścieżce wzrostowej, wspierana przez rekordowo niskie bezrobocie, optymistyczne nastroje przedsiębiorstw, a także transfery socjalne. Jej dynamika obniży się jednak nieznacznie w stosunku do odczytów z przełomu ubiegłego i tego roku, na co wskazuje też stabilizacja nastrojów konsumentów, choć wciąż pozostają one optymistyczne.

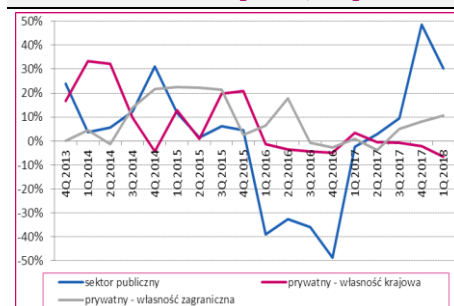
Wzrost produkcji przemysłowej w kwietniu przyspieszył do 9,3% r/r z 1,8% r/r, jednak w dużej mierze ze względu na czynniki kalendarzowe. Eliminując wpływ czynników sezonowych dynamika produkcji sprzedanej przemysłu wyniosła 5,9% r/r. To nieznaczne przyspieszenie względem marca (+5,0% r/r), jednak średnia 3-miesięczna wskazuje na stopniowe wytracanie impetu w polskim przemyśle. Podstaw do optymizmu na kolejne kwartały nie daje też struktura wzrostu PKB w pierwszych miesiącach tego roku. Bez przyspieszenia inwestycji firm prywatnych w maszyny i urządzenia utrzymanie solidnych odczytów wzrostu w kolejnych kwartałach będzie niemożliwe. Wyniki badania koniunktury NBP sugerują tylko niewielką poprawę w tym zakresie. Wskaźnik nowych inwestycji wzrósł w 2Q do 25,6 z 23,6, choć poprawa planów inwestycyjnych dotyczy głównie firm publicznych realizujących inwestycje współfinansowane ze środków UE. Dotychczasowy silny wzrost inwestycji budowlanych będzie zatem trudny do utrzymania ze względu na podażowe ograniczenia wzrostu produkcji budowlano-montażowej. Z tych też powodów spodziewamy się wyhamowania dynamiki inwestycji w drugiej połowie roku.

Wykres 3 Dekompozycja wzrostu inwestycji [nom.] wg klasy aktywów



Źródło: Macrobond

Wykres 4 Dynamika inwestycji wg sektorów własności [nom., r/r]



Źródło: Pontinfo

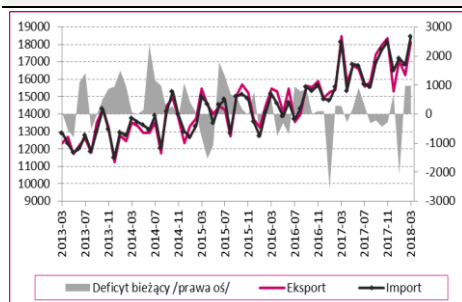
Pogorszenie koniunktury w strefie euro nie sprzyja polskiemu eksportowi

Marcowe dane o bilansie płatniczym wpisały się w obraz pogorszenia tendencji w wymianie handlowej. Dynamika eksportu, licząc w euro, wyniosła -2,0% r/r i po raz pierwszy od października 2016r. przyjęła wartości ujemne. Co prawda marcowe dane znajdowały się pod negatywnym wpływem czynników bazowych i kalendarzowych, jednak wyhamowanie wzrostów wymiany handlowej widoczne było już we wcześniejszych miesiącach. Wyraźnie widać to było w danych dotyczących struktury PKB, gdzie eksport, liczony według metodologii rachunków narodowych, wzrósł w 1Q br. o zaledwie 1,1% r/r, najwolniej od 3Q 2009 roku. Być może więc, osłabienie koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych, w tym w Niemczech, zmniejsza popyt na polski eksport. Publikowane w ostatnich miesiącach dane o aktywności ekonomicznej w strefie euro, szczególnie w Niemczech, wskazują na wyhamowanie dynamizmu tych gospodarek, choć indeksu PMI sugerują utrzymanie się tendencji wzrostowych, więc pogorszenie eksportu w Polsce nie powinno być znaczne. Przedsiębiorcy wskazują na pewne spowolnienie tempa napływu zamówień eksportowych, choć oceny koniunktury w tym zakresie pozostają pozytywne. Badania koniunktury GUS, a także dane o zamówieniach eksportowych potwierdzają ten obraz. Także wstępne dane GUS o wymianie handlowej za kwiecień wskazały na odbicie

eksportu. Oslabienie eksportu w marcu mogło mieć zatem charakter przejściowy, związany z przesunięciem w terminach dostaw na przełomie marca i kwietnia.

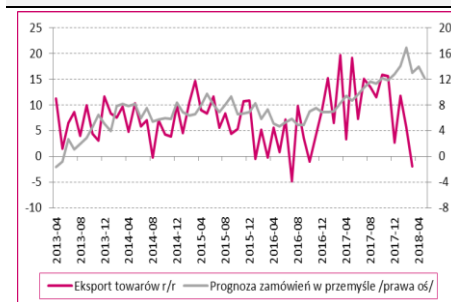
Wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego będzie jednak mniej korzystny niż w wcześniejszych kwartałach, także ze względu na wzrost importu, który wspierany jest rosnącym popytem krajowym. Już w 1Q tego roku kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB była ujemna i wyniosła -1,2 pkt. proc., choć częściowo mogła ona być efektem przesunięć w eksporcie ze względu na układ kalendarza. Nadwyżki handlowe, często występujące w ostatnich trzech latach, będą już coraz rzadszym zjawiskiem. Od grudnia ub. roku bilans handlowy wykazuje deficyt i w marcu wyniósł on 317 mln EUR. Natomiast skumulowane za ostatnie 12 miesięcy saldo handlowe z nadwyżki wartości 799 mln EUR po grudniu 2017 przekształciło się w deficyt 926 mln EUR po marcu tego roku.

Wykres 5 Import, eksport i deficyt bieżący [mln EUR]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Eksport [% r/r] i prognoza zamówień w przemyśle [sa, pkt.]



Źródło: GUS

Saldo bilansu obrotów bieżących powróciło do deficytu

Łączne saldo na rachunku obrotów bieżących w marcu było ujemne i wykazało deficyt 982 mln EUR, zbliżony do odczytu z lutego. Na wynik salda obrotów bieżących wpływ miał także wzrost deficytu na rachunku dochodów pierwotnych. Jest to efekt mniejszego napływu środków unijnych. Na bazie płynnego roku (dane za ostatnie 12 miesięcy) bilans obrotów bieżących wykazał deficyt 473 mln EUR, co stanowi załedwie 0,1% PKB wobec nadwyżki 0,3% PKB po 2017 roku. 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.

Stopa bezrobocia w maju na historycznie niskim poziomie

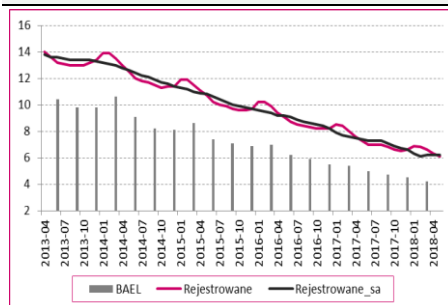
W 1Q 2018 utrzymywała się bardzo dobra koniunktura na krajowym rynku pracy. Wysoka aktywność gospodarcza w kraju przekładała się na wzrost popytu na pracę. Dane Głównego Urzędu Statystycznego wskazują, że w pierwszych trzech miesiącach tego roku firmy zatrudniające co najmniej 1 osobę utworzyły ponad 258 tys. miejsc pracy, tj. 14,4% więcej niż przed rokiem. Sprzyjało to spadkowi liczby osób bezrobotnych. Według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności obniżyła się ona do 709 tys. W rezultacie stopa bezrobocia wg BAEL obniżyła się do 4,2% z 4,5% w 4Q 2017, i to pomimo spadku liczby pracujących z 16,404 mln do 16,344 mln, do czego przyczyniło się m.in. obniżenie wieku emerytalnego. Wynik ten jest piątym najlepszym spośród członków Unii Europejskiej, dla których dostępne są dane według tej metodologii. Pomimo spadku liczby pracujących w ujęciu kwartalnym, dynamika roczna nadal kształtuje się na dodatnim poziomie wynoszącym 0,4% r/r, po wzroście o 0,5% r/r w 4Q 2017. Stopa aktywności zawodowej również obniżyła się - do 56,0% z 56,2%, kształtując się na najniższym poziomie od 2Q 2015.

Dalszy wzrost wolnych wakatów potwierdza rosnące problemy ze znalezieniem pracowników

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw rosnęło w kwietniu w tempie odnotowanym w pierwszych trzech miesiącach roku (3,7% r/r) przy nadal wysokim przyroście zgłoszonych w ciągu miesiąca ofert pracy. Utrzymujący się popyt na pracę, przy coraz niższej stopie bezrobocia wpłynął na wzrost wolnych wakatów do 152,4 tys., więcej o 14,4% r/r niż w 1Q 2017. W 1Q 2018 najwięcej z nich odnotowano w przedsiębiorstwach prowadzących działalność w przetwórstwie przemysłowym (22,5%), handlu i naprawie samochodów (19,6%) oraz w budownictwie (15,7%). Może to stanowić ograniczenie utrzymania w kolejnych miesiącach wzrostowego trendu produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej.

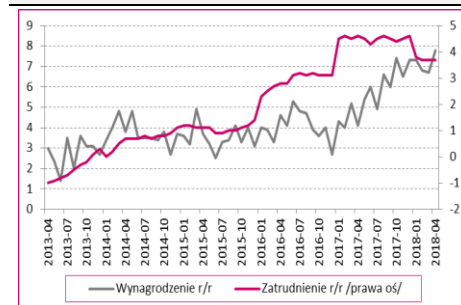
Ponadto kontynuowany był spadek stopy bezrobocia rejestrowanego. Zgodnie z szacunkowymi danymi Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w maju do 6,1% z 6,3% przed miesiącem, a więc do najniższego poziomu w historii dostępnych danych. Jest ona o 1,2 pkt. proc. niższa niż w analogicznym miesiącu ub. roku.

Wykres 7 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

Wykres 8 Dynamika wynagrodzeń w gosp. i sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: GUS

Wyniki badań koniunktury GUS wskazują, że zatrudnienie będzie przyrastało w przyszłości, aczkolwiek, nieco wolniej niż w ostatnich miesiącach. Dalsze spadki stopy bezrobocia rejestrowanego są coraz trudniejsze ze względu na ograniczoną liczbę dostępnych pracowników o poszukiwanych przez przedsiębiorców kwalifikacjach. Potwierdzają to dane oczyszczone z wahań sezonowych - w maju tak liczona stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 6,2%, podobnie jak w marcu i kwietniu. Niemniej, w związku z czynnikami o charakterze sezonowym kategoria ta będzie się w najbliższych miesiącach najprawdopodobniej obniżać, osiągając nowe historyczne minima.

Wysoki popyt na pracę oraz rekordowo niskie bezrobocie sprzyjają wzrostowi płac, jednak pozostaje on umiarkowany. Co prawda, na początku 2Q 2018 wzrost średniej płacy w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 7,8% r/r i był najwyższy od 6 lat, lecz wynik ten wynika z silnego wzrostu wynagrodzeń w sektorze wydobywczym, co najprawdopodobniej miało jednorazowy charakter. Niemniej, sądzimy, że w najbliższych miesiącach dynamika płac w przedsiębiorstwach będzie nieco wyższa od odnotowanej w ostatnim półroczu, za czym przemawiają wyniki badania NBP wskazujące na wysoki odsetek firm deklarujących podwyżki płac przy utrzymującej się presji pracowników na wzrost wynagrodzeń. Prognoza wynagrodzeń w całości gospodarki obciążona jest nieco większą niepewnością związaną z m.in. płacami w sektorze publicznym, szczególnie w kontekście nadchodzącego okresu wyborczego. Sądzimy, że przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń w całej gospodarce byłoby najbardziej prawdopodobne w przypadku podwyżek w sektorze publicznym oraz istotnego podniesienia płacy minimalnej. Według propozycji Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej wzrost pensji minimalnej w 2019 r., będzie jednak umiarkowany - z 2100 PLN do 2250 PLN.

Odczyty inflacji w tym roku nie przestają zaskakiwać i często są to niespodzianki pozytywne. Tak było także w kwietniu, kiedy wskaźnik CPI wzrósł do 1,6% z 1,3% r/r w marcu, nieco mniej niż oczekiwania. Co istotne, obniżyły się także miary inflacji bazowej, a główna z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,6% r/r, najniżej od marca 2017 r. Jeszcze pół roku wcześniej inflacja znajdowała się na poziomie celu inflacyjnego 2,5% r/r. Dezinflacji w ostatnich miesiącach sprzyjały nie tylko korzystne czynniki podażowe, przede wszystkim wyhamowanie wzrostów cen żywności, ale także niska presja popytowa odzwierciedlona w niskich odczytach inflacji bazowej. Co ciekawe, według danych Eurostatu indeks HICP po wyłączeniu cen żywności, energii oraz alkoholu i wyrobów tytoniowych był w marcu i kwietniu ujemny. To pokazuje, że presja cenowa w polskiej gospodarce, pomimo solidnego wzrostu gospodarczego i rosnących płac pozostaje niska. Pozytywnej niespodzianki dostarczyły też dane za maj, kiedy inflacja CPI wzrosła do 1,7% r/r pomimo silnego wzrostu cen paliw. Średnia cena ropy Brent była w maju o 53,0% wyższa niż przed rokiem w ujęciu dolarowym, zaś w ujęciu złotowym o 45,5%.

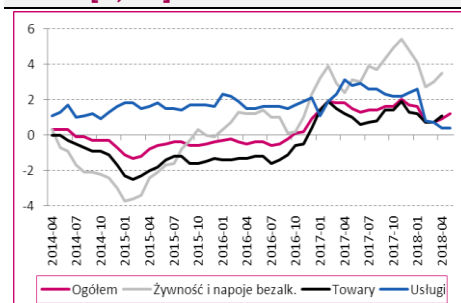
Wzrost płac w kwietniu w sektorze przedsiębiorstw najwyższy od 6 lat, aczkolwiek wspierany czynnikami jednorazowymi

Inflacja na początku tego roku zaskakuje pozytywnie

Rosnące ceny surowców zwiększają presję na ceny produkcji przemysłu i budownictwa

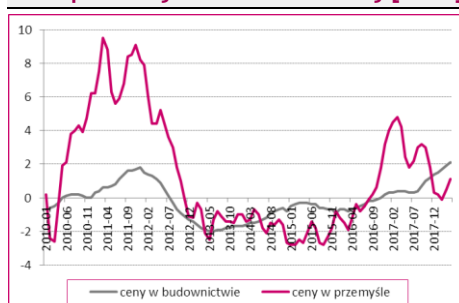
Zwyżka cen surowców widoczna była natomiast we wzroście cen producenta. Indeks PPI, odzwierciedlający ceny w sektorze przemysłu, wzrósł w kwietniu do 1,1% r/r z 0,5% r/r w marcu. Najsilniej zwyżkowały ceny w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (+5,5% m/m i 9,1% r/r), w ślad za drożącym surowcem na rynkach międzynarodowych. W danych inflacyjnych uwagę zwraca też stopniowy wzrost cen produkcji budowlano-montażowej. W kwietniu ich dynamika wyniosła 2,1% r/r i była najwyższa od początku 2009r. To niewątpliwie efekt rosnących cen surowców (metale przemysłowe, paliwa), a także zwyżkujących płac, które w przypadku firm budowlanych mają wysoki udział w kosztach działalności. Rosnące koszty firm budowlanych, jeśli nie zostaną skompensowane wzrostem cen i przychodów, mogą być potencjalnym źródłem napięć w wynikach finansowych firm tego sektora. Obecnie blisko 1/3 firm budowlanych postrzega koszty surowców jako barierę prowadzenia działalności gospodarczej, to najwyższy odsetek takich firm od końca 2014r. Z tego też powodu rośnie skłonność firm do podnoszenia cen. W ramach badania koniunktury GUS, subindeks odzwierciedlający przewidywane ceny produkcji budowlanej jest obecnie na poziomie najwyższym od końca 2008r.

Wykres 9 Wskaźniki inflacji HICP w Polsce [% , r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 10 Dynamika cen przemysłu oraz produkcji bud.-montażowej [% r/r]



Źródło: Macrobond

W kolejnych miesiącach inflacja wzrośnie, jednak pozostanie poniżej celu banku centralnego

Pomimo ostatnich pozytywnych niespodzianek, inflacja w średniookresowej perspektywie będzie przyspieszała. Zmieniać się będzie także struktura inflacji. Szybciej rosnać będą miary inflacji bazowej, w ślad za rosnącymi jednostkowymi kosztami pracy i presją płacową. Bardziej neutralny wpływ będą miały natomiast czynniki podażowe, szczególnie ceny paliw i żywności, które do tej pory podwyższały odczyty inflacji. Spadek inflacji na początku tego roku powoduje jednak, że ścieżka inflacji będzie mniej stroma i do końca roku wskaźnik CPI nie przekroczy celu banku centralnego.

Łagodne wypowiedzi większości członków RPP w ostatnim okresie

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Widać z nowych danych i projekcji, że wzmacniają się przesłanki, żeby stopy procentowe były stabilne aż do końca okresu projekcji”. (06.06.2018)
Grażyna Ancyparowicz	„Stopa referencyjna jest na najlepszym możliwym poziomie i nie powinna być zmieniana w horyzoncie projekcji”. (20.04.2018)
Eugeniusz Gatnar	„Perspektywa stabilizacji stóp nam się wydłuża. O ile jeszcze dwa miesiące temu byłbym bardziej ostrożny z wydłużeniem tej perspektywy, w tej chwili wydaje mi się, że ona wydłuża się na 2019 r.” (26.04.2018)
Łukasz Hardt	”Podwyżka stóp proc. w 2019 r. jest równie prawdopodobna co scenariusz stabilnych stóp”. (08.05.2018)
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	„Aktualny poziom stóp procentowych jest odpowiedni, gdyż może wspierać ożywienie inwestycji i jest korzystny dla konsumentów”. (28.05.2018)
Jerzy Osiatyński	„W niestabilnym świecie skracca się horyzont naszych oczekiwań. ... Raczej zależy nam na jak najbardziej przewidywalnych warunkach dla przedsiębiorców”. (15.05.2018)
Rafał Sura	„W perspektywie kolejnych miesięcy inflacja wróci w okolice 1,5 proc. rdr. Średniorocznie nie powinna przekroczyć 2 proc., to jest moja osobista opinia”. (06.06.2018)
Kamil Zubelewicz	„Jeszcze trzy miesiące temu szanse na podwyżki stóp były niewielkie, ale teraz sytuacja w Radzie jest bardzo zrównoważona”. (24.05.2018)
Jerzy Żyżyński	„Zgadzę 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

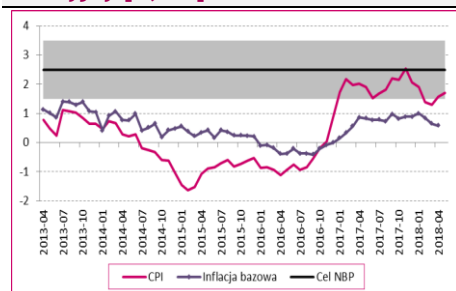
POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała w czerwcu stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Od ponad trzech lat podstawowa stopa NBP wynosi zatem 1,5%.

Zgodnie z oczekiwaniami komunikat po posiedzeniu Rady był zbieżny z publikowanymi w poprzednich miesiącach. W ocenie większości członków tego gremium bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce, pomimo oczekiwanego nieznacznego spowolnienia tempa wzrostu PKB w kolejnych latach. Jednocześnie zgodnie z bieżącymi prognozami 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.

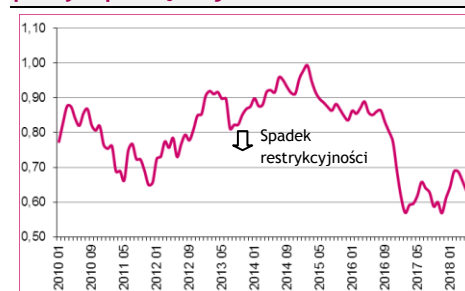
Podczas konferencji po posiedzeniu Rady prezes NBP A.Glapiński stwierdził, że ostatnie wydarzenia na rynku walutowym, ropy naftowej oraz rynku pracy nie wywarły znaczącego wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Dodął, że obecne prognozy wskazują na niższą niż w projekcji marcowej ścieżkę wzrostu cen konsumenta, a jej lipcowa aktualizacja nie powinna przynieść niespodzianek. Napłynęły nowe informacje wspiera, zdaniem prezesa, scenariusz stabilnych stóp procentowych całym horyzoncie projekcji, tj. do 2020 r. A.Glapiński zaznaczył jednak, że rok 2020 to odległa perspektywa. Podobnie inny członek Rady E.Gatnar, zaliczany do tzw. jastrzębi stwierdził, że konieczność podwyższenia stóp procentowych do końca 2019 r. jest mniejsza niż jeszcze dwa miesiące temu. Zaznaczył jednak, że konieczność podwyższenia kosztu pieniądza mogłaby pojawić się wcześniej, jeśli nasiliłaby się presja kosztowa w gospodarce, w wyniku wzrostu płac w sektorze budżetowym wspartego silnym wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych. W kontekście sytuacji na rynku pracy członek RPP R.Sura wskazał na działania legislacyjne rządu w zakresie ułatwień dla obcokrajowców w celu podjęcia pracy, które miałyby łagodzący wpływ na wzrost płac w Polsce.

Wykres 11 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny [% ,r/r]



Źródło: Datastream

Wykres 12 Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej - MCI



Źródło: Macrobond, obliczenia własne

Wypowiedzi prezesa NBP oraz innych przedstawicieli RPP, potwierdzają, że większość członków tego gremium będzie dążyła do stabilizacji stóp procentowych przez dłuższy czas. Sądzimy, że w przypadku solidnego przyspieszenia wzrostu presji kosztowej i popytowej w gospodarce parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie wcześniej niż w 4Q 2019.

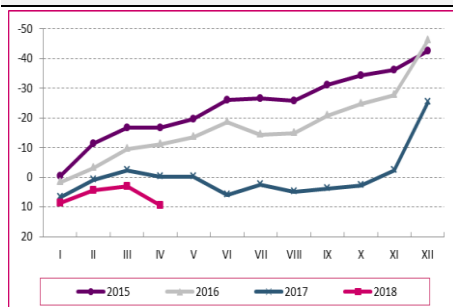
Od początku roku widoczne jest złagodzenie warunków monetarnych w Polsce, na co wskazuje spadek indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej. To w dużej mierze efekt osłabienia złotego, który stracił na wartości na fali wzrostu globalnej awersji do ryzyka oraz rewizji rynkowego scenariusza stóp procentowych w Polsce. Częściowo przyczynił się do tego także spadek inflacji, który wpłynął na obniżenie się realnej stopy procentowej. Łagodna polityka pieniężna w warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego wskazuje na jej procykliczny charakter.

Nadwyżka budżetowa po kwietniu br. najwyższa w historii

POLITYKA FISKALNA

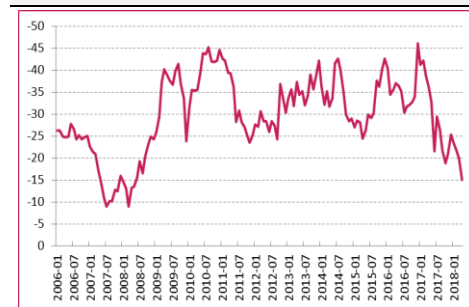
Dane Ministerstwa Finansów wskazują, że po kwietniu br. osiągnięto najwyższą w historii dostępnych danych nadwyżkę wynoszącą 9,3 mld PLN wobec 3,1 mld PLN po marcu. Sprzyjała temu bardzo dobra sytuacja dochodowa budżetu, a także kontrola wydatków. W okresie styczeń-kwiecień wpływy z podatku PIT były wyższe w stosunku do analogicznego okresu ub. roku o blisko 18,0% r/r, natomiast podatek CIT przyniósł dochody wyższe o 15,4% r/r. Wzrosty te powiązane są z kontynuacją bardzo dobrej sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Dochody z podatku VAT również wzrosły w tym okresie, jednak w mniejszej skali, bo o 1,1% r/r. Dynamika wpływów podatkowych od towarów i usług pozostaje zatem na niskim poziomie, co jest w pewnym stopniu zaskakujące, zważywszy na szybką rosnącą konsumpcję i dochody rozporządzalne gospodarstw domowych. Wzrostowi dochodów towarzyszy jednocześnie dyscyplina wydatkowa, gdyż wydatki budżetowe w okresie styczeń-kwiecień były mniejsze niż przed rokiem o 1,7%. Wpływa na to ograniczenie dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w związku z bardzo dobrą sytuacją na rynku pracy.

Wykres 13 Skumulowany wynik budżetu państwa [mld PLN]



Źródło: Macrobond

Wykres 14 Saldo budżetu państwa [suma 12-miesięczna, mld PLN]



Źródło: Macrobond

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

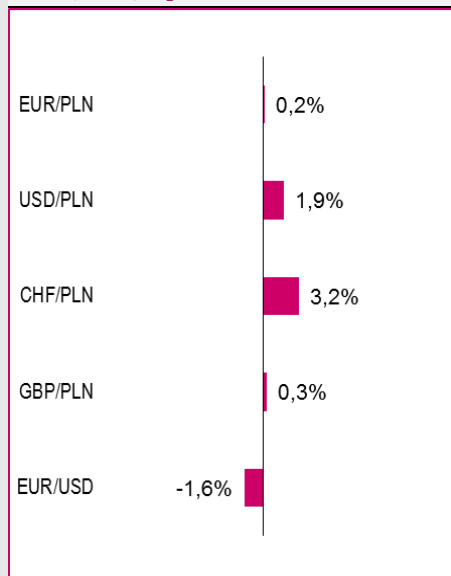
Historycznie wysoka nadwyżka budżetowa po pierwszych czterech miesiącach roku wpłynęła na spadek zadłużenia Skarbu Państwa. Dane szacunkowe MF wskazują, że wyniosło ono na koniec kwietnia ok. 949 mld PLN, a więc obniżyło się o 1,0% m/m. Nadwyżka budżetu centralnego ma jednak przejściowy charakter. Minister Finansów T.Czerwińska wskazała, że na koniec roku zostanie odnotowany deficyt, do czego przyczyni się m.in. przesunięcie na drugą połowę roku większych wydatków budżetowych. Niemniej, oczekujemy, że będzie on wyraźnie niższy niż zaplanowany w ustawie budżetowej poziom 41,5 mld PLN i ukształtuje się nieco powyżej ubiegłorocznego deficytu wynoszącego 25,5 mld PLN. Lepsza od oczekiwań realizacja budżetu centralnego przełoży się także na niższy niż założony przez resort finansów deficyt całości sektora finansów publicznych. Zgodnie z ustawą budżetową wynieść ma on 2,7% PKB, jednak w naszej ocenie będzie on nieco niższy niż 2,0% PKB.

Propozycja mniejszych środków dla Polski z budżetu UE na politykę spójności i WPR

W długim horyzoncie utrzymanie aktywności inwestycyjnej sektora finansów publicznych najprawdopodobniej będzie stanowiło większe wyzwanie niż dotychczas, ze względu na zapowiadane cięcia środków przekazywanych Polsce z budżetu Unii Europejskiej. Zgodnie z doniesieniami medialnymi fundusze w ramach polityki spójności mają zostać zmniejszone z 83 mld EUR (w cenach z 2018 r.) w obecnej perspektywie do 64,4 mld EUR w latach 2021-2027, tj. o ok. 22%. Wynika to z ograniczenia całości środków na politykę spójności w budżecie unijnym o 10% oraz ze zmiany kryteriów podziału kwot opartych już nie tylko o poziom PKB per capita regionów, ale także m.in. o przestrzeganie praworządności, rynek pracy, edukację czy zmiany klimatyczne. O ile środki na dopłaty bezpośrednie dla rolników nie ulegną dużym zmianom to fundusze na rozwój obszarów wiejskich mają być mniejsze o 25%. Minister ds. europejskich K.Szymański stwierdził jednak, że propozycje KE w takim kształcie nie zostaną zaakceptowane przez Radę Europejską. Niemniej wskazują one, że w nowej perspektywie finansowej środki europejskie najprawdopodobniej będą w nieco mniejszej skali niż dotychczas ułatwiać prowadzenie polityki gospodarczej przez sektor finansów publicznych.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 15 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

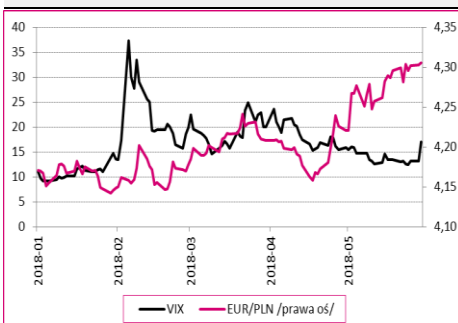


Źródło: Reuters

Maj był miesiącem systematycznego osłabienia złotego w relacji do głównych walut. W omawianym okresie kurs EUR/PLN wzrósł z poziomu 4,24 do 15-miesięcznego maksimum na 4,34 tj. w największej skali od listopada 2016 roku, gdy D.Trump zwyciężył w wyborach prezydenckich w USA. W minionym miesiącu natomiast przecena złotego - oraz pozostałych walut tej części regionu - była wynikiem sytuacji geopolitycznej na świecie. Pogorszenie sentymentu inwestycyjnego zapoczątkowała decyzja prezydenta USA, który wycofał Stany Zjednoczone z porozumienia z Iranem. Eskalację awersji do ryzyka zapewniły ponadto zawirowania na linii Korea Północna - USA, a także sytuacja w Turcji. Turecka lira była najstabsza w historii zarówno do euro, jak i dolara, co pośrednio skutecznie zmniejszyło zaangażowanie inwestorów także w pozostałe waluty koszyka Europy Środkowo-Wschodniej. Z uwagi na sytuację na rynkach bazowych spektakularny przebieg miały także notowania na pozostałych parach złotych. Kurs USD/PLN w maju wzrósł aż o 24 grosze do nienotowanego od roku poziomu 3,77. Jeszcze bardziej dynamiczna była wyżka pary CHF/PLN, która wyniosła aż 29 groszy. Z poziomu bliskiego 3,5-letniego minimum tj. 3,51 osiągnęły 10-miesięczny szczyt na poziomie 3,80.

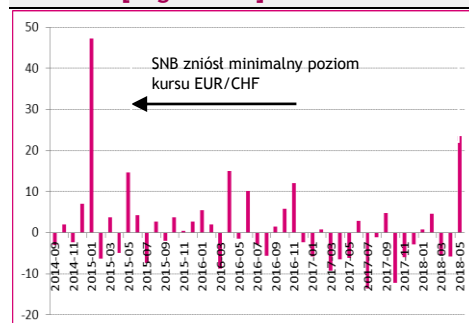
Czynnikiem, który potęgował przecenę złotego w maju była niska płynność rynku pod nieobecność inwestorów krajowych (1, 3 i 31 maja), która sprzyjała skokowym zmianom notowań. W tym roku w maju wypadły aż trzy krajowe święta, a brak inwestorów krajowych każdorazowo wykorzystywany był do osłabienia polskiej waluty. Szczególnie silny spadek wartości złotego miał miejsce pierwszego dnia maja, gdy kurs EUR/PLN z poziomu 4,24 wzrósł o 5 groszy, co było największą jednodniową przeceną polskiej waluty w relacji do euro od 21 lipca 2017 tj. dnia, gdy Sejm uchwalił nową ustawę o Sądzie Najwyższym, która była przedmiotem krytyki zarówno w kraju, jak i na świecie.

Wykres 16 Notowania EUR/PLN i indeksu VIX tzw. indeksu strachu



Źródło: Macrobond

Wykres 17 Miesięczna zmiana kursu CHF/PLN [w groszach]



Źródło: Macrobond

Historyczne minimum tureckiej liry

Poza ogólnym pogorszeniem sentymentu na globalnych rynkach finansowych w maju pod presją sprzedających z uwagi na czynniki krajowe znalazła się turecka lira. Źródłem przeceny była między innymi inflacja, która w maju wyniosła 12,2% i dziesiąty miesiąc pozostawała dwucyfrowa. Negatywnie oddziaływała ponadto decyzja agencji ratingowej Moody's, która dokonała przeglądu oceny wiarygodności kredytowej Turcji pod kątem obniżenia ratingu, powołując się na pogorszenie zaufania inwestorów i obniżyła prognozę wzrostu PKB do 2,5%. Rynki negatywnie zareagowały ponadto na zapowiedź prezydenta Recep Tayyip Erdogana, który zapowiedział, iż w przypadku zwycięstwa w wyborach 24 czerwca weźmie większą odpowiedzialność za politykę pieniężną w kraju, czym dodatkowo zniechęcił inwestorów do tureckich aktywów. Spadek wartości liry próbował powstrzymać tamtejszy bank centralny. Podjęta w maju w trybie pilnym wynosząca aż 300 bps podwyżka stóp procentowych i próba uproszczenia systemu stóp procentowych pozwoliły tureckiej lirze odbić się od rekordowo niskiego poziomu w stosunku do euro i dolara. Dodatkowym wsparciem była również czerwcową decyzja o podwyższeniu benchmarkowej, jednotygodniowej stopy repo o 125 bps do 17,75%. Mimo tych działań wycena tureckiej waluty, która straciła 18% swojej wartości względem dolara w 2018 roku, pozostaje wrażliwa, z uwagi zarówno na perspektywy gospodarcze, jak i czynniki polityczne.

Osiągnięcie poziomu 4,34 z notowaniami EUR/PLN utożsamiamy z kumulacją negatywnych czynników

W maju różnica dochodowości 10-latki Polski i Niemiec wzrosła powyżej bariery 300 bps tj. do najwyższego poziomu od grudnia

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

VI 2017			VI 2018	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
09.06.17	OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727/ WS0447	3,0		
22.06.17	przetarg zamiany	4,2		
15.06.18			przetarg zamiany	
28.06.18			OK0720/ PS0123/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528	

Źródło: MinFin

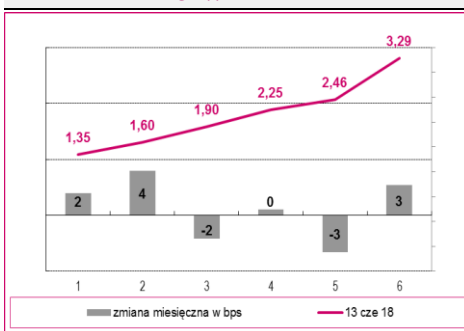
Wzorem poprzednich miesięcy czynnikiem, który napędzał wzrost cen SPW - hamując tym samym wyżkę dochodowości - były wydarzenia krajowe

Osiągnięcie poziomu 4,34 z notowaniami EUR/PLN utożsamiamy z kumulacją negatywnych czynników zarówno globalnych (Iran, Korea Północna, USA, Włochy) jak i lokalnych (Turcja), stąd trudno w naszej ocenie o utrzymanie tych nastrojów w średnim terminie. W szczególności, iż wydarzenia natury politycznej, o których w większości mowa, swoim przebiegiem charakteryzują się gwałtownością zmian, ale również krótkotrwałą naturą. Zwyczajowo bowiem po epizodach podwyższonej awersji do ryzyka rynek powraca do czynników fundamentalnych, a te jak pokazały chociażby ostatnie dane o polskim PKB pozostają umiarkowanie optymistyczne, a z pewnością pozytywnie wyróżniają się na tle strefy euro. Z tego powodu uważamy, iż złoty ma szansę powrócić do umocnienia w kolejnych tygodniach. Obecnie - po tym jak Rada Polityki Pieniężnej wydłużyła prawdopodobny horyzont stabilnych stóp procentowych - większe prawdopodobieństwo przypisujemy utrzymaniu EUR/PLN w średnim terminie w okolicy poziomu 4,25 aniżeli presji na wyraźne umocnienie polskiej waluty. W naszej ocenie trudno będzie o wygenerowanie impulsu mogącego zepchnąć kurs EUR/PLN trwale poniżej bariery 4,20. Tym bardziej, iż w krótkim terminie wciąż możliwa jest eskalacja niekorzystnych dla apetytu na ryzyko trendów geopolitycznych na świecie.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

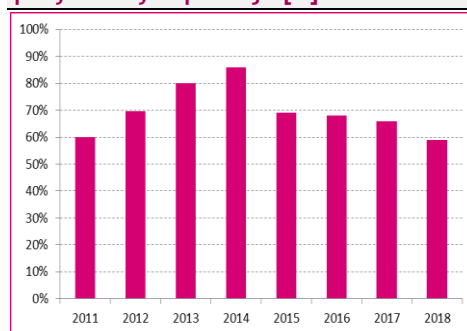
Mimo, iż w maju doszło do wzrostu rentowności krajowego długu wzdłuż całej krzywej, to ruch należy uznać za umiarkowany. Amplituda wahań 10-letniego benchmarku wyniosła bowiem 15 bps, a miesięczna zmiana zaledwie 10 bps. Z poziomu 3,18% na początku ubiegłego miesiąca długi koniec polskiej krzywej wzrósł - w cztery tygodnie - do 3,28%. Jeszcze mniejsza, bo wynosząca 3 bps była majowa wyżka 5-letniego benchmarku, którego rentowność wzrosła do 2,49%. Źródłem wyżki dochodowości była sytuacja zewnętrzna. Negatywnie na sentyment inwestycyjny, a przez to na wycenę krajowego długu, wpływały wydarzenia geopolityczne na świecie związane z Iranem, czy Koreą Północną. W rezultacie dług krajowy - w szczególności w pierwszej połowie maja - taniał, a kapitał kierował się z stronę uważanych powszechnie za najbezpieczniejsze papierów dłużnych Niemiec. Z tego powodu w maju różnica dochodowości 10-latki Polski i Niemiec wzrosła powyżej 300 bps tj. do najwyższego poziomu od początku grudnia ubiegłego roku.

Wykres 18 Miesięczna zmiana dochodowości SPW



Źródło: Datastream, opracowanie własne

Wykres 19 Finansowanie potrzeb pożyczkowych po maju [%]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wzorem poprzednich miesięcy czynnikiem, który napędzał wzrost cen krajowych obligacji - hamując tym samym wyżkę dochodowości - były wydarzenia krajowe. Rynkowe implikacje miała między innymi informacja, iż resort finansów zdecydował o ograniczeniu maksymalnej podaży papierów do 3,0 mld PLN z przedziału 3,0 - 6,0 mld PLN zapisanych w pierwotnym planie podaży podczas majowego przetargu podczas przetargu pod koniec maja. Retoryka Rady Polityki Pieniężnej, która podtrzymała w maju i czerwcu scenariusz stabilnych stóp procentowych w długim terminie także była czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu relatywnie niskich rentowności, w szczególności na krótkim końcu krzywej. Podobnie jak niższy od konsensusu odczyt inflacji CPI za kwiecień. Ważnym wydarzeniem minionego miesiąca na krajowym, pierwotnym rynku długu był ponadto przetarg zamiany, na którym Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje PS0718, OK1018 i WZ0119 łącznie za 4,57 mld PLN, a sprzedało papiery OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428 i WZ0528 łącznie za 4,67 mld

W naszej ocenie pozytywny wpływ wydarzeń wewnętrznych będzie jednak stopniowo wygasał

W maju na wartości zyskiwały waluty uznawane powszechnie za najbezpieczniejsze

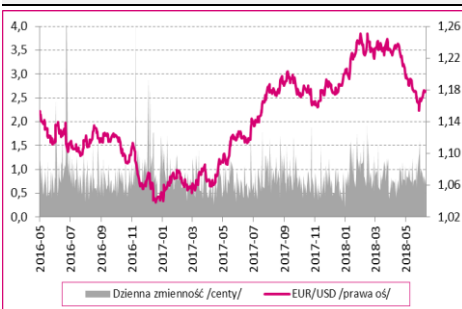
PLN, czym rozpoczęło - poprzez odkupienie papierów zapadających w 2019 roku - refinansowania potrzeb przewidzianych na przyszły rok.

W naszej ocenie pozytywny wpływ wydarzeń wewnętrznych będzie stopniowo wygasał. Rynek zdyskontował już znacząco ilość korzystnych dla wyceny długu informacji - polityka stabilnych stóp procentowych w długim okresie (być może nawet do 2020 roku), dobra sytuacja budżetu centralnego i częściowo wynikające z niej ograniczenia podaży obligacji. Na horyzoncie natomiast pojawia się coraz więcej czynników ryzyka związanych z wydarzeniami globalnymi. Dwa najpoważniejsze z nich dotyczą perspektyw polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Wiele w tej kwestii zależeć będzie od dzisiejszego posiedzenia Fed i jutrzejszego Europejskiego Banku Centralnego. Szczególnie w przypadku gdyby EBC zaskoczył inwestorów bardziej jastrzębią retoryką - np. poprzez wyznaczenie terminu zakończenia programu skupu aktywów w tym roku - wzrosnąć może presja na wyższą dochodowość także polskiego długu. Zakres potencjalnej wyższej rentowności będzie jednak ograniczany przez rosnącą płynność sektora bankowego w Polsce, która przekłada się na zakupy obligacji oraz wciąż łagodną politykę pieniężną w Japonii tj. kraju o największym udziale w SPW wśród inwestorów zagranicznych. Podsumowując uważamy, w kolejnych miesiącach dochodowość SPW o średnim i długim terminie zapadalności powinna stopniowo rosnąć jako konsekwencja rosnącej podaży krajowej (po okresie wakacyjnym tj. specyficznym dla rynku długu ze względu na brak przetargów obligacji) i stopniowej wyższej dochodowości rynków bazowych.

RYNKI ZAGRANICZNE

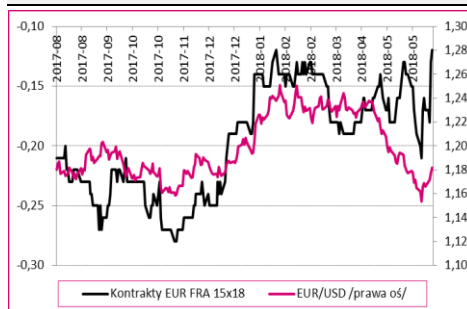
Blisko 4-procentowy spadek zanotował eurodolar w minionym miesiącu. Co więcej, w połowie maja eurodolar zanotował aż pięć z rzędu spadkowych sesji. Taka seria ostatni raz obserwowana była w listopadzie 2016 roku tj. gdy D.Trump zwyciężył w wyborach prezydenckich w Stanach Zjednoczonych. Tak silny ruch był efektem natożenia się kilku sprzyjających niższe EUR/USD czynników. Podstawowym były oczekiwania na kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych po serii optymistycznych danych z gospodarki USA. Stały one w kontrze do odczytów koniunktury ze strefy euro, gdzie słaba wymowa danych skutkowało rewizją rynkowych oczekiwań co do rozpoczęcia procesu normalizacji polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Za umocnieniem dolara przemawiała awersja do ryzyka, która tradycyjnie wspierała amerykańską walutę postrzeganą jako tzw. bezpieczną przystań. Źródłem zwiększonych obaw inwestorów była decyzja D.Trumpa o jednostronnym wycofaniu USA z denuklearyzacyjnego porozumienia z Iranem oraz perturbacje dotyczące spotkania liderów Korei Północnej i Stanów Zjednoczonych. Pod koniec maja negatywnie na wycenę euro wpłynęła ponadto sytuacja we Włoszech, gdzie doszło do stworzenia populistycznego rządu. W rezultacie kurs EUR/USD obniżył się na koniec ubiegłego miesiąca do poziomu 1,15 tj. minimum z lipca 2017 roku, choć jeszcze w połowie kwietnia był aż 9 centów wyżej. W maju na wartości zyskiwały także pozostałe waluty uznawane powszechnie za najbezpieczniejsze tj. jen japoński i frank szwajcarski. Szczególnie silne było umocnienie franka szwajcarskiego względem euro, które momentami sięgało 1,5% podczas jednej sesji, a notowania EUR/CHF obniżyły się do 1,1367 tj. poziomu z sierpnia ubiegłego roku choć jeszcze na początku maja wynosiły 1,20.

Wykres 20 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Datastream

Wykres 21 Notowania kontraktów EUR FRA 15x18 i EUR/USD



Źródło: Macrobond

Makro i rynek

raport miesięczny

Od połowy kwietnia do końca maja funt brytyjski osłabił się o ponad 8%

W naszej ocenie posiedzenia EBC i Fed zadecydują o kierunku notowań eurodolara w czerwcu

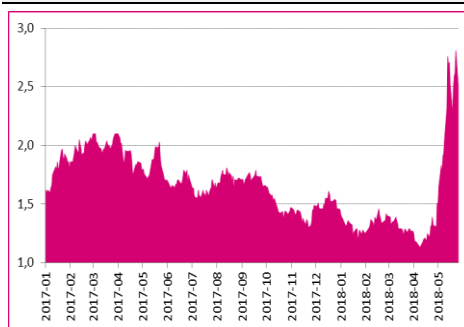
W dłuższym terminie za najbardziej istotne uważamy publikacje danych makroekonomicznych ze strefy euro

Ostatnie tygodnie były burzliwym okresem także dla wyceny brytyjskiego funta. Od połowy kwietnia do końca maja funt w relacji do dolara stracił ponad 8%. Z poziomu najwyższego od dwóch lat tj. 1,4376 notowania zniżkowały do półrocznego minimum na 1,3203. Poza wspomnianym wcześniej umocnieniem dolara, była to także reakcja na ostrożne podejście Banku Anglii do kwestii podwyżek stóp procentowych, podczas posiedzenia BoE w ubiegłym miesiącu. Mimo, iż jeszcze na początku roku prezes M.Carney sugerował możliwe szybsze tempo zacieśniania polityki pieniężnej, to w maju, z uwagi na słabnące perspektywy gospodarcze Wielkiej Brytanii, plany o podwyżce stóp procentowych odsunął w czasie.

Dziś kończy się posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, które z dużym prawdopodobieństwem zakończy się kolejną podwyżką kosztu pieniądza, a bank przedstawi też oczekiwaną przez bankierów centralnych ścieżkę stóp procentowych w 2018 roku i kolejnych latach. Jutro natomiast decyzje w sprawie parametrów polityki pieniężnej podejmie Europejski Bank Centralny. W naszej ocenie są to dwa wydarzenia, których wymowa zdominuje czerwcowe notowania eurodolara. Za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy utrzymanie przez Fed dotychczasowej prognozy łącznie trzech podwyżek stóp procentowych w USA w tym roku. Z kolei w przypadku EBC spodziewamy się, iż w czerwcu, a najpóźniej w lipcu bank przedstawi proces stopniowego wygaszania programu skupu aktywów, co powinno pozytywnie wpłynąć na wycenę euro. Zakres potencjalnej zwwyżki nie powinien być jednak znaczący z uwagi na fakt, iż od majowego minimum na poziomie 1,15 eurodolara zwyczajowo już o trzy centy. Zwwyżka w kierunku bariery 1,20 jest jednak w naszej ocenie możliwa w sytuacji, gdy ustąpią obawy o włoską politykę, a także kwestię irańską, co jest prawdopodobne z uwagi na gwałtowny, acz krótkotrwały charakter wydarzeń geopolitycznych na rynki finansowe.

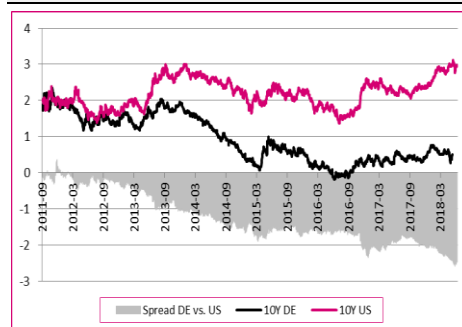
W dłuższym terminie za kluczowe dla kierunku notowań eurodolara uważamy publikacje danych makroekonomicznych, jakie w nadchodzących miesiącach będą napływać z unii monetarnej. W przypadku optymistycznych odczytów spodziewamy się ugruntowania oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych w strefie euro na początku drugiej połowy przyszłego roku, co niewątpliwie stanowiłoby czynnik wspierający wycenę wspólnej waluty. Odwrotna sytuacja spotka się z kolei z rozczarowaniem inwestorów i odwrotem od wspólnej waluty. Dla dolara natomiast istotna okazać się może 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. Utrzymanie tego trendu w dłuższym terminie może nasilić procesy inflacyjne i zwiększyć oczekiwania na bardziej agresywną ścieżkę zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed, a tym samym umocnić dolara.

Wykres 22 Spread 10-latki Niemiec i Włoch [%]



Źródło: Datastream

Wykres 23 Notowania 10-latki USA i Niemiec oraz spread [%]



Źródło: Datastream

Spread pomiędzy niemiecką, a włoską 10-latką wzrósł do rocznego maksimum

Początek ubiegłego miesiąca nie zapowiadał burzliwych zmian, jakie nastąpiły w drugiej połowie maja, gdy dochodowość niemieckiego długu dynamicznie zniżkowała, w ślad za pogorszeniem się sentymentu inwestycyjnego w Europie, do czego przyczyniły się zawirowania polityczne we Włoszech. Przekierowanie kapitału do tzw. bezpiecznych przystani skutkowało spadkiem dochodowości Bunda z poziomu 0,64% do 0,28% tj. o 36 bps, choć amplituda wahań 10-latki Niemiec w ostatnich pięciu miesiącach nie przekroczyła 25 bps. W przeciwną stronę poruszały się natomiast notowania włoskich obligacji. W szybkim tempie rentowność włoskiej 2-latki wzrosła z 0,98% do 2,73%. Co więcej, jeszcze na początku maja rentowność tego papieru była

Makro i rynek

raport miesięczny

Różnica w rentowności pomiędzy Schatzem, a 2-latką USA wzrosła do najwyższego od 29 lat poziomu

Spodziewamy się powrotu dochodowości Bunda do obowiązującego przez większość tego roku przedziału 0,50 - 0,75%

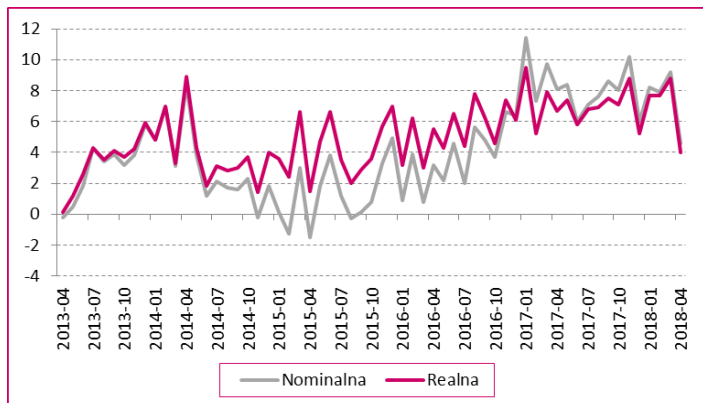
ujemna. W konsekwencji spread pomiędzy niemiecką, a włoską 10-latką wzrósł do rocznego maksimum.

Spadek dochodowości z uwagi na wzrost awersji do ryzyka na świecie dotknął - w równie silnym stopniu - także dług Stanów Zjednoczonych. Rentowność 10-latki USA obniżyła się o 34 bps w stosunku do majowego maksimum na poziomie 3,10%, które jednocześnie było poziomem najwyższym od 7 lat. Z uwagi na oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA w maju wzrosła natomiast dochodowość 2-latki amerykańskiej, co oznaczało, iż krzywa dochodowości Stanów Zjednoczonych była najbardziej płaska od 11 lat, a różnica w rentowności pomiędzy 2-letnim niemieckim Schatzem i 2-latką USA wzrosła do poziomu 313 bps tj. najwyższego od 29 lat.

Zakładając ustabilizowanie się sytuacji politycznej w krajach południa Europy (Włochy, Hiszpania) i brak zaskoczeń podczas jutrzejszego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, spodziewamy się powrotu dochodowości Bunda do przedziału 0,50 - 0,75%. W naszej ocenie niżka poniżej dolnego ograniczenia będzie wynikiem zwiększonej awersji do ryzyka np. poprzez zawirowania geopolityczne lub utrzymania łagodnego stanowiska EBC. W przypadku obligacji USA uważamy, iż w sytuacji poprawy sentymentu inwestycyjnego na świecie dochodowość amerykańskiej 10-latki może zwiększyć się, choć w niewielkim stopniu. Jak dotąd bowiem próby wybicia się rentowności 10-latki powyżej bariery 3,0% okazywały się nietrwałe. W rezultacie spreadu pomiędzy 10-latką USA, a Bundem powinien utrzymywać się na poziomie z poprzednich miesięcy.

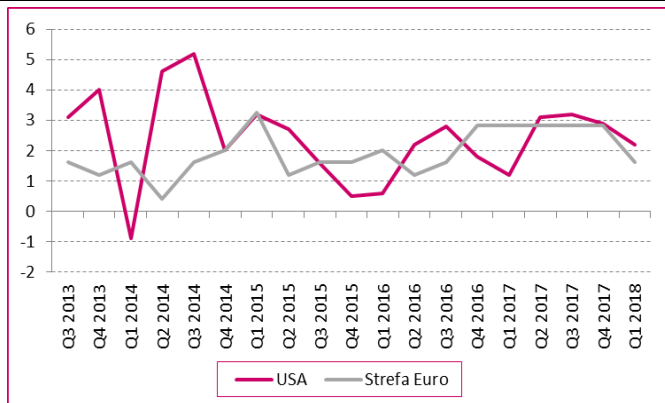
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 24 Sprzedaż detaliczna w Polsce [% r/r]



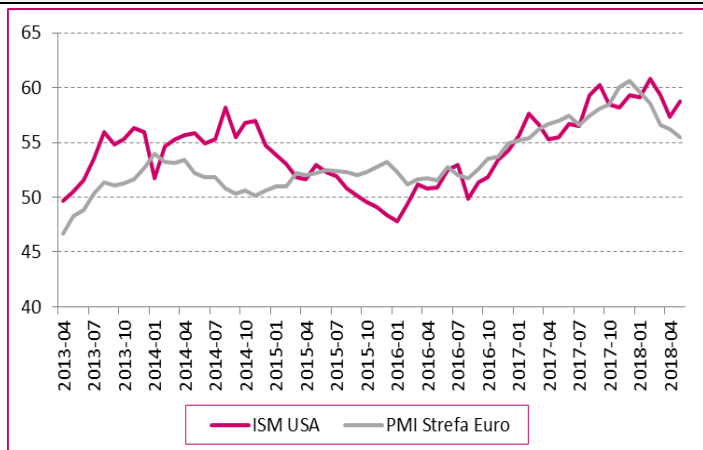
Źródło: Datastream

Wykres 25 Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



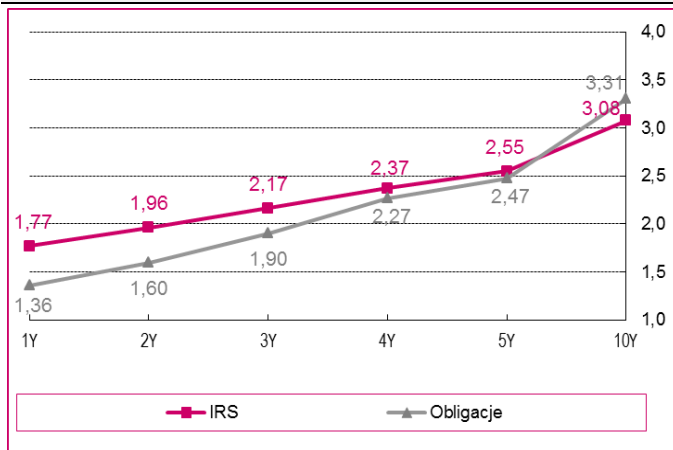
Źródło: Datastream

Wykres 26 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



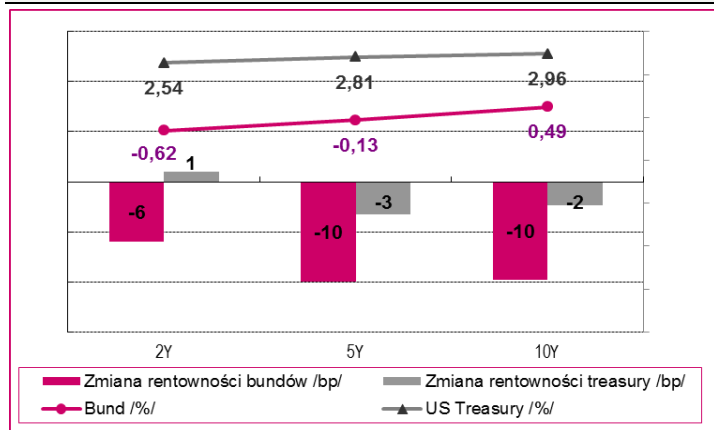
Źródło: Datastream

Wykres 27 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



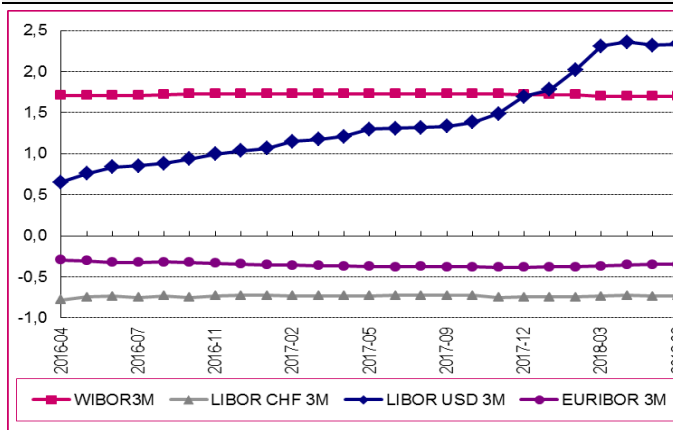
Źródło: Thomson Reuters

Wykres 28 Miesięczna zmiana dochodowości Bunda i amerykańskiej 10-latki [%]



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 29 Notowania WIBOR 3M, LIBOR CHF 3M, EURIBOR 3M i LIBOR USD 3M [%]



Źródło: Thomson Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18
Inflacja- CPI (% r/r)	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0
Inflacja bazowa (% r/r)	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,7	0,8
Ceny producenta - PPI (% r/r)	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,1	2,5	3,3
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,7	5,9	6,4
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4,4	12,3	9,2	2,8	8,7	7,4	1,8	9,3	2,5	2,8
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	7,5	7,1	8,8	5,2	7,7	7,7	8,8	4,0	6,0	7,1
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	218	436	278	-699	2072	-972	-982	5	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,5	-2,0	8,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	1,6	11,8	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,2	6,9
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,8
Stopa bezrobocia (%)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8

	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18
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	1,65	1,65	1,65	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,60
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,47
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,38	3,44	3,35	3,30	3,62	3,35	3,17	3,08	3,28	3,26
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,58
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,19

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	3,4	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

Czerwiec / Lipiec

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
		13 PL: bilans handlowy US: PPI, decyzja w sprawie stóp procentowych	14 GE: CPI PL: CPI EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych	15 EZ: bilans handlowy, CPI PL: inflacja bazowa US: produkcja przemysłowa, indeks uniwersytetu Michigan
18 PL: płace, zatrudnienie	19 PL: produkcja przemysłowa, PPI US: liczba nowych budów domów, liczba pozwoleń na budowę	20 GE: PPI US: sprzedaż domów na rynku wtórnym	21 PL: sprzedaż detaliczna, opis posiedzenia banku centralnego	22 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach PL: podaż pieniądza M3 US: wstępny PMI w przemyśle i usługach
25 GE: IFO US: sprzedaż nowych domów	26 US: indeks CaseShiller, Conference Board	27 US: zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż domów na rynku wtórnym	28 GE: CPI US: PKB, konsumpcja prywatna, inflacja bazowa	29 EZ: szacunek inflacji, inflacja bazowa US: inflacja bazowa PCE, dochody i wydatki prywatne, indeks uniwersytetu Michigan
02 PL: PMI w przemyśle, CPI GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia US: ISM w przemyśle	03 EZ: sprzedaż detaliczna US: zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku	04 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach	05 GE: zamówienia fabryczne US: raport Challenger, ADP, opis posiedzenia banku centralnego	06 GE: produkcja przemysłowa US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, bilans handlowy, stopa bezrobocia, płaca godzinowa
09 EZ: indeks Sentix	10 GE: ZEW	11 US: PPI PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	12 GE: CPI EZ: produkcja przemysłowa US: CPI	13 PL: CPI 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

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.