

# Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

13 lipca 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

- Opublikowane do tej pory dane z polskiej gospodarki obejmujące drugi kwartał wskazują na utrzymanie dobrej koniunktury. Po wyhamowaniu w pierwszym kwartale, dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła i w maju wyniosła 7,4% r/r po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych. To pozytywna niespodzianka, szczególnie wobec wyhamowania wzrostu w gospodarce strefy euro, w tym również Niemiec. Na pewne odbicie koniunktury wskazał też odczyt indeksu PMI, który w czerwcu wzrósł do 54,2 pkt. z 53,3 pkt. w maju. Wobec rosnących ryzyk dla wzrostu globalnego, jej utrzymanie może być trudne w kolejnych miesiącach. Po bardzo dobrym pierwszym kwartale, wyhamowała też dynamika produkcji budowlano-montażowej. Jej wzrost w maju wyniósł 20,4% r/r wobec 26,4% r/r w całym 1Q br. Podobnie jak we wcześniejszych miesiącach głównym motorem budownictwa pozostają inwestycje infrastrukturalne, współfinansowane ze środków unijnych. Pomimo dobrej koniunktury w branży, firmy budowlane pozostają pod presją rosnących kosztów. Obniżyła się też dynamika sprzedaży detalicznej, co częściowo może być efektem zaburzeń wywołanych wprowadzeniem zakazu handlu w niektóre niedziele. Rekordowo niskie bezrobocie, rosnące dochody, a także optymistyczne nastroje gospodarstw domowych stanowią czynniki wspierające konsumpcję. Subindeks odzwierciedlający skłonność do dokonywania ważnych zakupów, komponent wskaźnika nastrojów konsumentów, utrzymuje się w okolicach historycznych maksimów.
- Lipcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło niespodzianek i zakończyło się decyzją o utrzymaniu parametrów polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie. Komunikat opublikowany po posiedzeniu wzmocnia łagodną retorykę bankierów centralnych. Argumentem, który utrwałit oczekiwania na utrzymanie rekordowo niskich stóp były wyniki nowej projekcji inflacji i PKB. W najnowszej rundzie progностycznej wzrost gospodarczy na rok 2018 został skorygowany w górę, natomiast na rok 2020 w dół. Natomiast w przypadku inflacji CPI prognozy dla 2018, jak i dla 2020 r. zostały obniżone, jednak w dalszym ciągu inflacja przekracza cel inflacyjny w latach 2019-2020. W świetle powyższych wyników projekcji obecny poziom stóp procentowych w ocenie RPP sprzyja utrzymaniu gospodarki na ścieżce wzrostu oraz równowagi makroekonomicznej. Potwierdziła to wypowiedź prezesa Głapińskiego, w ocenie którego nowa projekcja zwiększa prawdopodobieństwo stabilizacji stóp także w 2020 roku.
- Czerwiec był okresem dynamicznej przeceny złotego w relacji do głównych walut. Źródłem nerwowości inwestorów były wydarzenia w Stanach Zjednoczonych związane z protekcyjną polityką D.Trumpa, która objawia się pogorszeniem perspektyw finansowych firm, a w dalszej konsekwencji może skutkować osłabieniem potencjału amerykańskiej i światowej gospodarki. Negatywnie na wycenę walut emerging markets oddziaływał także wynik czerwcowego posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej i zwiększenia tempa podwyżek stóp procentowych w USA w tym roku. Na przełomie czerwca i lipca polskiej walucie zaczęły ciążyć czynniki lokalne. Zwyżka kursu EUR/PLN do poziomu 4,41 tj. maksimum ze stycznia 2017 roku zbiegła się z decyzją Komisji Europejskiej o uruchomieniu procedury naruszeniowej wobec Polski w sprawie Sądu Najwyższego.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY .....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	7
POLITYKA FISKALNA .....	8
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY .....	9
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH .	10
RYNKI ZAGRANICZNE .....	11
PRZEGLĄD DANYCH .....	13
DANE I PROGNOZY .....	14
KALENDARIUM .....	15

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
Fed - Federal Funds Rate	1,75%-2,00%	31 lip-1 sie	1,75%-2,00%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	20 wrz	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	26 lip	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	4-5 wrz	1,50%

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

### PRZEGLĄD GOSPODARCZY

**Poprawa koniunktury w polskim przemyśle**

**Nieco wolniejszy, choć wciąż dynamiczny wzrost produkcji budowlanej**

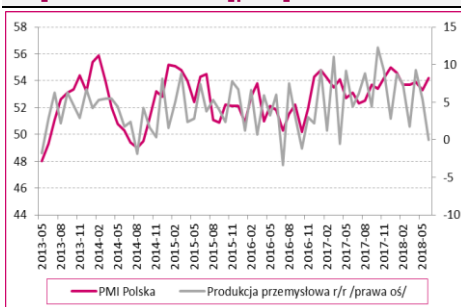
**Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej może być efektem zaburzeń po wprowadzeniu zakazu handlu w niektóre niedziele**

**Tylko nieznaczne wyhamowanie dynamiki PKB w 2Q**

Opublikowane do tej pory dane z polskiej gospodarki obejmujące drugi kwartał wskazują na utrzymanie dobrej koniunktury. Po wyhamowaniu w pierwszym kwartale, dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła i w maju wyniosła 7,4% r/r po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wobec 5,0% r/r w marcu. Efekty kalendarzowe i bazowe wpływały natomiast na podwyższoną zmienność danych nieodsezonowanych, według których wzrost produkcji w kwietniu wyniósł aż 9,3% r/r natomiast w maju 5,4% r/r. Wyniki te zaskoczyły pozytywnie, szczególnie wobec wyhamowania wzrostu w gospodarce strefy euro, w tym również Niemiec, naszego głównego partnera handlowego. Na pewne odbicie koniunktury wskazał też odczyt indeksu PMI, który w czerwcu wzrósł do 54,2 pkt. z 53,3 pkt. w maju. Warto przy tym zwrócić uwagę, że zwyżka ta nastąpiła w warunkach pogorszenia się koniunktury w Eurolandzie. Wobec rosnących ryzyk dla wzrostu globalnego, jej utrzymanie może być więc trudne w kolejnych miesiącach. W całym drugim kwartale jednak średni indeks PMI w polskim przemyśle przetwórczym wyniósł 53,8 pkt. i był niższy niż w 1Q, kiedy wyniósł 54,0 pkt.

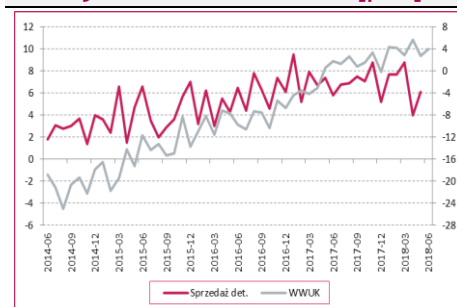
Po bardzo dobrym pierwszym kwartale, wyhamowała dynamika produkcji budowlano-montażowej. Jej wzrost w maju wyniósł 20,4% r/r wobec 26,4% r/r w całym 1Q br. W dalszym więc roku tempo wzrostu produkcji budowlanej pozostaje solidne. Podobnie jak we wcześniejszych miesiącach głównym motorem budownictwa pozostają inwestycje infrastrukturalne, współfinansowane ze środków unijnych. Wskazuje na to silny wzrost produkcji obejmującej roboty inżynierii lądowej, który w maju wyniósł nominalnie 40,1% r/r. Pomimo dobrej koniunktury w branży, firmy budowlane pozostają pod presją rosnących kosztów surowców i wynagrodzeń. Przy ograniczonych możliwościach podwyżek cen może to być źródłem potencjalnych napięć ich sytuacji finansowej. Już dane za 1Q br. wskazały na wyraźny spadek rentowności firm budowlanych. Kolejne kwartały przyniosą dalsze wyhamowanie dynamiki produkcji budowlanej, głównie ze względu na ograniczenia podażowe jej dalszego wzrostu - wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych oraz problemy z pozyskaniem pracowników.

**Wykres 1 Produkcja przemysłowa [% r/r] i wskaźnik PMI [pkt.]**



Źródło: Datastream

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



Źródło: Macrobond

Wyhamowanie wzrostów widoczne było także w zakresie sprzedaży detalicznej. Jej dynamika w maju wyniosła 6,1% r/r w ujęciu realnym wobec wzrostu o średnio 8,1% r/r w 1Q. Częściowo może być to efekt zaburzeń wywołanych wprowadzeniem zakazu handlu w niektóre niedziele. Rekordowo niskie bezrobocie, rosnące dochody, a także optymistyczne nastroje gospodarstw domowych stanowią czynniki wspierające konsumpcję. Subindeks odzwierciedlający skłonność do dokonywania ważnych zakupów, komponent wskaźnika nastrojów konsumentów, utrzymuje się w okolicach historycznych maksimów. W kolejnych kwartałach dynamika konsumpcji może nieznacznie wyhamować, ze względu na czynniki bazowe, niemniej pozostanie głównym motorem wzrostu gospodarczego.

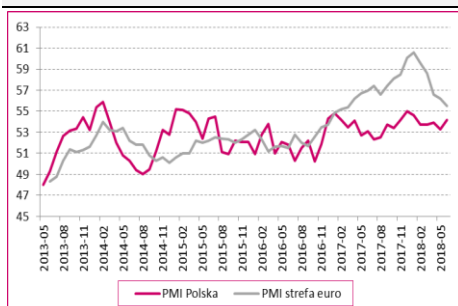
Zestaw danych z polskiej gospodarki za kwiecień i maj pozwala oczekiwać wzrostu gospodarczego w całym 2Q na poziomie tylko nieznacznie niższym od 5,2% r/r, jakie osiągnięte zostało w pierwszych trzech miesiącach tego roku. Szczyt koniunktury polska gospodarka osiągnęła na przełomie 2017 i 2018 roku, choć wyhamowanie dynamiki następuje powoli. Utrzymanie dotychczasowych wyników gospodarki będzie trudne, jeśli nie uruchomiony zostanie silnik w postaci inwestycji firm prywatnych. Dotychczas sektor prywatny pozostawał ostrożny względem inwestycji, a bez

# Makro i rynek

raport miesięczny

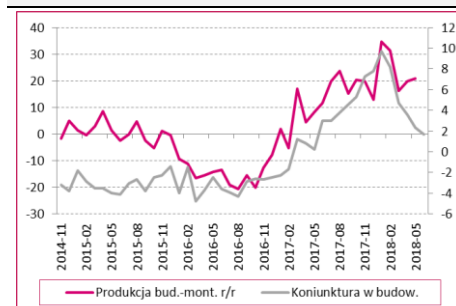
rozbudowy majątku produkcyjnego potencjalne tempo wzrostu będzie się obniżać. O ile więc w tym roku dynamika PKB wyniesie co najmniej 4,7%, to w perspektywie kolejnych 3 lat może spaść poniżej 3%.

**Wykres 3 Indeks PMI w Polsce i w strefie euro [pkt.]**



Źródło: Datastream

**Wykres 4 Produkcja bud-mont. [% r/r] i prognoza koniunktury w bud. [sa, pkt.]**

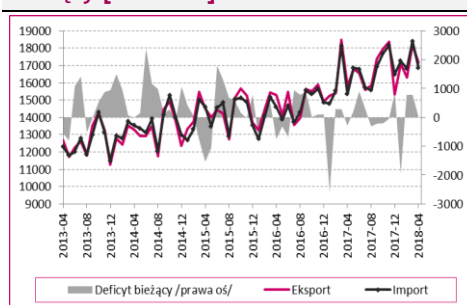


Źródło: Macrobond

## Odbicie dynamiki eksportu w 2Q 2018

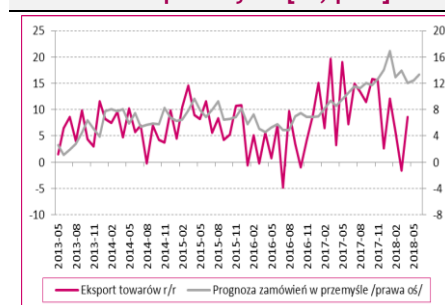
Kwietniowe dane o bilansie płatniczym wskazują na znaczną poprawę aktywności eksportowej polskich przedsiębiorstw. Po spadku w ujęciu r/r wartości eksportu w marcu, na początku 2Q 2018 nastąpiło wyraźne odbicie tempa wzrostu tej kategorii - do 8,6% r/r (z -1,6% r/r) licząc w EUR. Przyspieszeniu uległ również wzrost importu do 9,9% r/r z 1,4% r/r. Dane te sugerują, że obserwowane w 1Q 2018 wyraźne spowolnienie aktywności eksportowej mogło wynikać, obok pogorszenia koniunktury u najważniejszych partnerów handlowych Polski, z pewnych przesunięć w łańcuchach dostaw oraz czynników związanych z układem kalendarza. Dane Głównego Urzędu Statystycznego potwierdzają kontynuację poprawy eksportu również w maju, gdy tempo wzrostu eksportu towarów wyniosło 11,6% r/r po wzroście o 12,5% r/r przed miesiącem. Dynamika importu obniżyła się natomiast z 14,0% r/r do 10,7% r/r. W efekcie osiągnięto nadwyżkę w wymianie towarowej w okresie kwiecień-maj wynoszącą 500 mln EUR (po defycicie w 1Q 2018 na poziomie 900 mln EUR). Dane te przemawiają zatem za oczekiwaniami, że eksport netto mierzony według metodologii rachunków narodowych będzie w 2Q 2018 w znacznie mniejszej skali obniżał wzrost gospodarczy niż miało to miejsce w 1Q 2018, gdy wkład tej kategorii do wzrostu wynosił -1,2 pkt. proc.

**Wykres 5 Eksport, import i deficyt bieżący [mln EUR]**



Źródło: Datastream

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



Źródło: GUS

## Eksport netto nieco słabszy niż przed rokiem

Pomimo szacowanej poprawy wymiany handlowej w okresie kwiecień-czerwiec jej perspektywy dla II połowę roku są jednak nieco gorsze niż w ub. roku. Czynnikiem, który w mniejszym stopniu wspierać będzie eksport polskich przedsiębiorstw będzie spadek aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech. Wskaźnik ZEW oczekiwanej koniunktury dla gospodarki niemieckiej ukształtował się bowiem w 2Q 2018 średnio na najniższym poziomie od 2012 r., przy czym tendencja spadkowa była kontynuowana także w lipcu. Ponadto obniżał się w tym okresie wskaźnik PMI dla niemieckiego przemysłu. Sektor ten, ze względu na powiązania w ramach międzynarodowych łańcuchów wartości dodanej, silnie oddziałuje na koniunkturę eksportową firm w Polsce. Wydaje się jednak, że skala pogorszenia sentymentu za granicą nie będzie miała pełnego odzwierciedlenia w wymianie handlowej. Wskaźnik koniunktury dla przemysłu obrazujący oczekiwany portfel zamówień, w tym z

**Protekcjonizm handlowy głównym źródłem niepewności dla polskiego eksportu**

**Liczba osób zarejestrowanych jako bezrobotne poniżej 1 mln**

**Niedobór odpowiednich pracowników znaczącą barierą działalności firm**

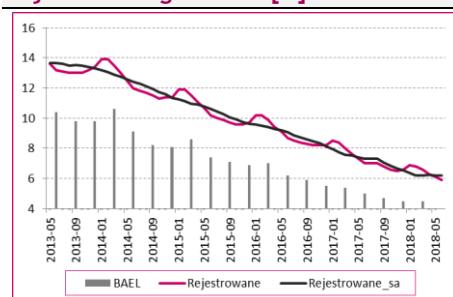
zagranicy pozostaje wysoki. Ponadto subindeks zamówień wskaźnika PMI również kształtuje się na korzystnym poziomie.

Głównym źródłem niepewności dla perspektyw polskiego eksportu są działania protekcjonistyczne w globalnej wymianie handlowej. Regulacje pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Unią Europejską i Chinami, z racji struktury geograficznej polskiego eksportu nie miałyby istotnego bezpośredniego wpływu na sprzedaż za granicę wytworzonych w Polsce dóbr i usług. Jednak wpływ pośredni, poprzez ograniczenie aktywności gospodarczej w strefie euro, w szczególności w Niemczech posiadających silne powiązania handlowe ze Stanami Zjednoczonymi i Chinami, mógłby być znacznie bardziej znaczący.

W 2Q 2018 utrzymywała się bardzo dobra koniunktura na krajowym rynku pracy. Wysoka aktywność gospodarcza, przy zbliżaniu się do górnej granicy wykorzystania zdolności wytwórczych, przekłada się na kontynuację silnego popytu na pracę. W okresie między kwietniem a czerwcem zgłoszono blisko 420 tys. ofert pracy, przy czym tylko część została zapełniona. Dane Głównego Urzędu Statystycznego wskazują, że na koniec maja pozostawało ok. 112 tys. wolnych wakatów, co jest jedną z najwyższych wartości w historii. Silny popyt na pracę znalazł potwierdzenie w rosnącym zatrudnieniu. W kwietniu i maju liczba etatów w sektorze przedsiębiorstw rosła w tempie 3,7% r/r, podobnie jak w 1Q br. Jednocześnie w ciągu 2Q 2018 liczba osób bezrobotnych obniżyła się o ponad 123 tys. Zgodnie z danymi Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej po raz pierwszy w historii liczba osób zarejestrowanych jako bezrobotne obniżyła się w czerwcu poniżej 1 mln. Wpłynęło to na spadek stopy bezrobocia rejestrowanego do poziomu 5,9%, która także po raz pierwszy od 1990 r. osiągnęła poziom poniżej 6,0%. Spadek ten wynikał głównie z sezonowanego uruchomienia nowych miejsc pracy. Po usunięciu wahań sezonowych stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtowała się po raz piąty z rzędu na poziomie 6,2%.

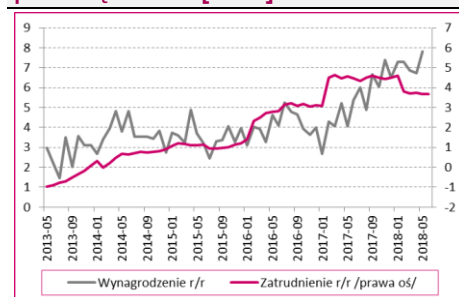
Stabilizacja stopy bezrobocia rejestrowanego po wyrównaniu sezonowym wskazuje na problemy pracodawców z pozyskaniem pracowników o niezbędnych kwalifikacjach. Znajduje to swoje potwierdzenie w danych GUS o koniunkturze. Według nich odsetek przedsiębiorstw w przemyśle i handlu dla których barierą rozwoju jest niedobór pracowników kształtuje się na historycznie wysokim poziomie. Natomiast w przypadku budownictwa odsetek ten był w ostatnim okresie zbliżony do najwyższych wartości odnotowanych w 2007 r. Brak możliwości pozyskania odpowiednich pracowników będzie oddziaływał hamująco na tempo wzrostu zatrudnienia w przyszłości. Stopa bezrobocia powinna natomiast nadal obniżać się, głównie z powodu czynników związanych z sezonowością. Po ich wyłączeniu stopa bezrobocia rejestrowanego będzie najprawdopodobniej pozostawała względnie stabilna. Z jednej strony, wraz z prognozowanym spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego słabnie popyt na pracę. Z drugiej strony jednak wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego będzie ograniczany przez niekorzystne perspektywy demograficzne - spadającą liczbę aktywnych zawodowo, co tylko w niewielkim stopniu będzie łagodzone przez napływ pracowników z innych krajów.

**Wykres 7 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]**



Źródło: Macrobond

**Wykres 8 Rynek pracy w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]**



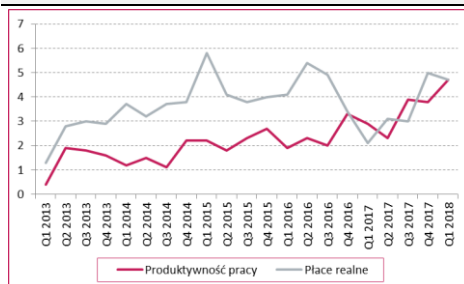
Źródło: Macrobond

**Większe podwyżki w branżach o wysokim stopniu pracochłonności**

Wysoki popyt na pracę oraz rekordowo niskie bezrobocie sprzyjają wzrostowi płac, jednak pozostaje on relatywnie 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 to efekt silnego wzrostu wynagrodzeń w sektorze wydobywczym. Miało to jednorazowy charakter i w maju wzrost płac obniżył się do 7,0% r/r, a więc do

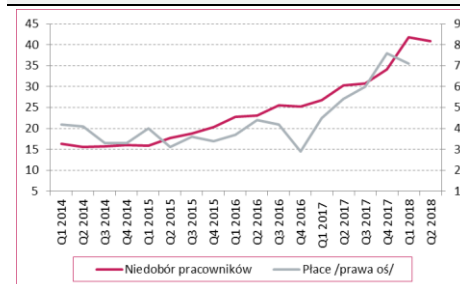
wartości odnotowywanych przed kwartałem. Sądzymy, że w najbliższych miesiącach dynamika płac w przedsiębiorstwach będzie nieco wyższa niż w ostatnich miesiącach. Przemawiają za tym wyniki badania NBP wskazujące na wysoki odsetek firm deklarujących podwyżki płac, przy utrzymującej się presji pracowników na wzrost wynagrodzeń. Skala tego przyspieszenia będzie najbardziej widoczna, wobec wysokiego stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych i słabości inwestycji w odnowę parku maszynowego, w przedsiębiorstwach z branż o wysokim stopniu pracochłonności. Natomiast w całej gospodarce narodowej silniejsze przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń 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., a zatem o 7,1%.

**Wykres 9** Produktivność pracy i płace realne [% r/r]



Źródło: Eurostat, Macrobond

**Wykres 10** Przemysł: niedobór pracowników [pkt.] i płace [% r/r]

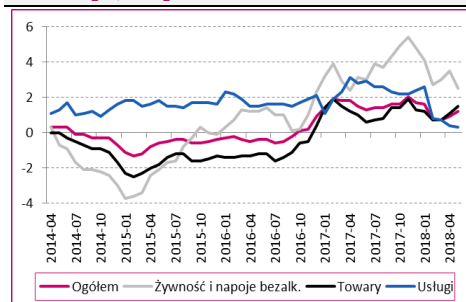


Źródło: Macrobond

### Czynniki podażowe odpowiedzialne za wzrost inflacji

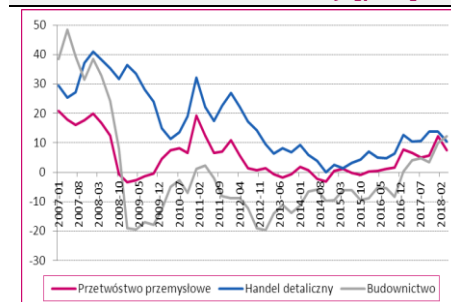
W czerwcu, trzeci miesiąc z rzędu nastąpił wzrost rocznego wskaźnika inflacji. Niemniej jednak indeks CPI na poziomie 1,9% r/r, według szybkiego szacunku GUS, pozostaje poniżej celu banku centralnego. Podobnie jak w miesiącach poprzednich głównym źródłem zmienności inflacji były ceny żywności i energii. Ten drugi element, a w ich zakresie szczególnie ceny paliw były głównym powodem wzrostu wskaźnika CPI. Niska baza statystyczna sprzed roku, w połączeniu ze wzrostem cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych i osłabieniem złotego przelożyły się na wzrost dynamiki cen paliw do 15,2% r/r z 9,2% w maju.

**Wykres 11** Wskaźniki inflacji HICP w Polsce [% r/r]



Źródło: Macrobond

**Wykres 12** Subindeks przewidywanych cen w indeksach koniunktury [pkt.]



Źródło: Macrobond

### Inflacja bazowa nie wskazuje na nasilenie presji cenowej w gospodarce

Inflacja bazowa natomiast pozostaje bardzo niska i nie wskazuje na brak napięć cenowych w gospodarce. Od początku roku inflacja bazowa mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii systematycznie obniża się i w maju, ostatnie dostępne dane, wyniosła zaledwie 0,5% r/r, podczas gdy w styczniu tego roku wynosiła 1,0% r/r. Dane są nieco zaskakujące w obliczu wciąż dynamicznego wzrostu gospodarczego, rosnących wynagrodzeń oraz kosztów produkcji. Dane też są niespójne z ocenami przedsiębiorców w ramach badań koniunktury gospodarczej prowadzonych przez GUS. Firmy zarówno z sektora przetwórstwa przemysłowego, jak i handlu detalicznego i budownictwa wskazują na systematyczny wzrost przewidywanych cen sprzedawanych produktów i usług. Także przedsiębiorcy z sektora przetwórstwa przemysłowego w badaniu PMI wskazują na wzrost kosztów produkcji do najwyższego poziomu od kwietnia 2011, skutkiem czego jest wzrost cen wyrobów gotowych polskich producentów. Znajduje to odzwierciedlenie także w indeksie PPI, który w czerwcu wzrósł do 2,8% r/r z 1,0% r/r miesiąc wcześniej, osiągając poziom najwyższy od

# Makro i rynek

raport miesięczny

**W średniookresowej perspektywie inflacja wzrośnie**

października 2017 roku. Kontynuowany jest także wzrost cen produkcji budowlano-montażowej, których dynamika w maju wyniosła 2,4% r/r i była najwyższa od stycznia 2009.

W średniookresowej perspektywie inflacja będzie przyspieszała, choć jej ścieżka będzie przebiegała nieco łagodniej. Pomimo zwyżki inflacja nie powinna przekroczyć celu banku centralnego w perspektywie kolejnych 12 miesięcy. Zmieniać się będzie jednak struktura inflacji. Stopniowo przyspieszać 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.

## Wyniki lipcowej projekcji inflacji i PKB wzmacniają łagodną retorykę RPP

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

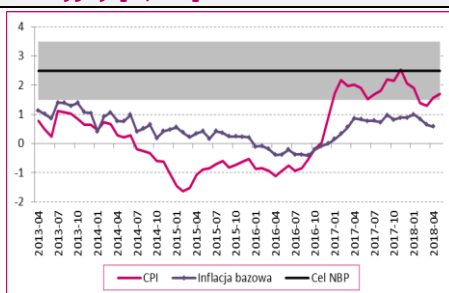
Adam Glapiński	„(Lipcowa projekcja) wzmacnia moje osobiste przekonanie, (...) że do końca 2020 r. nie będzie zmiany stóp procentowych”. (11.07.2018)
Grażyna Ancyparowicz	„Stopa referencyjna jest na najlepszym możliwym poziomie i nie powinna być zmieniana w horyzoncie projekcji”. (20.04.2018)
Eugeniusz Gatnar	„(...) władze monetarne w naszym kraju mają obecnie do dyspozycji wszystkie instrumenty niezbędne do prowadzenia niezależnej i odpowiedzialnej polityki pieniężnej” (11.07.2018)
Łukasz Hardt	”Podwyżka stóp proc. w 2019 r. jest równie prawdopodobna co scenariusz stabilnych stóp. Nie byłbym tak kategoriyczny w mówieniu o tym, że w przyszłym roku nie będzie konieczności podwyżki stóp. Dla mnie jedyny scenariusz, gdybyśmy mieli w ogóle zmieniać, to jest scenariusz do góry, ale oczywiście mówimy w kategoriach pewnych prawdopodobieństw, więc także oczywiście możliwy jest ten scenariusz zaprezentowany przez pana prezesa, czyli zmiany stopy w dłuższej perspektywie”. (11.07.2018)
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	„Sytuacja makroekonomiczna stanowi argument za utrzymywaniem stóp procentowych na obecnym poziomie”. (02.07.2018)
Jerzy Osiatyński	„Do końca 2019 r., zważywszy na to, że jest to rok wyborczy, stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną bez zmian, nawet jeśli moje poglądy nie są do końca takie”. (18.06.2018)
Rafat 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	„Do końca przyszłego roku przewidujemy, że nie będzie powodów do zwiększenia (stóp procentowych), na razie nie widać, by pojawiły się takie powody, ale być może ten stan będzie przedłużony”. (11.07.2018)

Źródło: PAP

## POLITYKA PIENIĘŻNA

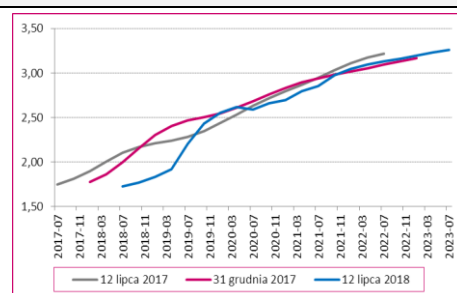
Lipcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło niespodzianek i zakończyło się decyzją o utrzymaniu parametrów polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie. Podstawowa stopa procentowa banku centralnego od marca 2015 roku pozostaje na rekordowo niskim poziomie 1,50%. Komunikat opublikowany po posiedzeniu wzmacnia łagodną retorykę bankierów centralnych. Argumentem, który utrwalił oczekiwania na utrzymanie rekordowo niskich stop procentowych były wyniki nowej projekcji inflacji i PKB. W najnowszej rundzie prognostycznej tempo wzrostu gospodarczego na rok 2018 zostało skorygowane w górę, natomiast dynamika PKB w roku 2020 zrewidowana została w dół. Natomiast w przypadku inflacji CPI prognozy dla 2018, jak i dla 2020 r. zostały obniżone. W dalszym jednak ciągu w latach 2019-2020 inflacja przekracza cel inflacyjny banku centralnego, tj. 2,5%. W świetle powyższych wyników projekcji obecny poziom stóp procentowych w ocenie RPP sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz równowagi makroekonomicznej. Potwierdziła to wypowiedź prezesa Glapińskiego, w ocenie którego nowa projekcja zwiększa prawdopodobieństwo stabilizacji stóp także w 2020 roku. Dodając, że podwyżki stóp procentowych w Polsce nie powinno rozważać się bez wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Pogląd o stabilizacji stóp procentowych w Polsce ma szerokie poparcie w Radzie. Dostrzegając obecny rozkład głosów w Radzie także członkowie RPP, którzy optowali za podwyżkami stóp procentowych, widzą mniejsze szanse takiego scenariusza. Po czerwcowym posiedzeniu prof. Gatnar, który zaliczany jest do grona jastrzębi, powiedział, że mógłby rozważyć podwyżkę stóp w 2018 roku, gdyby pojawił się silny impuls płacowy, jednak obecnie nie dostrzega sygnałów, które by to potwierdzały. W jego ocenie katalizatorem napięć płacowych mogłyby być podwyżki płac w sferze budżetowej.

Wykres 13 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny [% , r/r ]



Źródło: Datastream

Wykres 14 Stopa forwardowa 1-rocza PLN



Źródło: Thomson Reuters

Rynek stopy procentowej nie jest do końca przekonany do scenariusza zaprezentowanego przez bankierów centralnych, zakładającego stabilizację stóp procentowych w horyzoncie projekcji. Co prawda, na początku tego roku, kiedy prezes A. Glapiński wyraźnie zakomunikował chęć stabilizacji stóp procentowych w dłuższym terminie, rynek zrewidował w dół skalę oczekiwanych podwyżek stóp procentowych, opóźniając start cyklu. Jeszcze na początku roku rynek stopy procentowej wycenił zacieśnienie polityki pieniężnej o blisko 50 pkt. bazowych do połowy roku 2019. Obecnie pierwszych podwyżek stóp rynek spodziewa się w drugiej połowie roku 2019. Co ciekawe, skala łącznego zacieśnienia w cyklu jest zbliżona do tej wycenionej na początku tego roku i przed rokiem. Oznacza to, że rynek opóźnia początek cyklu podwyżek, natomiast skala spodziewanego zacieśnienia pozostaje zasadniczo niezmienną.

W 1Q 2018 odnotowano nadwyżkę sektora finansów publicznych

Nadwyżka budżetowa po maju br. najwyższa w historii

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

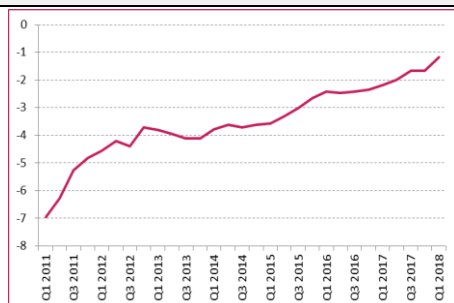
## POLITYKA FISKALNA

Sektor finansów publicznych, obejmujący m.in. podsektor rządowy, samorządowy oraz Fundusz Ubezpieczeń Społecznych odnotował w 1Q 2018 nadwyżkę wynoszącą 13 mld PLN, co stanowi ok 2,7% PKB. Złożyły się na to dochody na poziomie 206 mld PLN i wydatki na poziomie 193 mld PLN. Roczna dynamika dochodów kształtowała się na poziomie 11,3% r/r i była najwyższa od 3Q 2011 r. W nieco mniejszej skali wzrosły natomiast wydatki - o 6,4% r/r, po wzroście o 9,3% r/r w kwartale poprzedzającym. Głównymi pozycjami wydatkowymi były transfery w ramach ubezpieczeń i świadczeń społecznych oraz spożycie instytucji tego sektora. Nieco mniej znaczącą pozycją wydatkową stanowiły inwestycje, aczkolwiek ich dynamika pozostaje bardzo wysoka. Nakłady na środki trwałe sektora *general government* wzrosły bowiem w 1Q 2018 o 34,8% r/r w ujęciu nominalnym, po wzroście o 32,1% r/r w 4Q 2018, co powiązane jest z intensyfikacją w ostatnich kwartałach absorpcji funduszy z budżetu Unii Europejskiej współfinansujących projekty inwestycyjne sektora. Wysokiej dynamice dochodów sprzyjają rosnące wpływy podatkowe oraz dochody z tytułu składek na ubezpieczenia społeczne. Bardzo dobry wynik całości sektora w 1Q 2018 wsparł spadek deficytu w ujęciu ostatnich czterech kwartałów. Obniżył się bowiem do 1,2% PKB z 1,7% PKB za okres 1Q-4Q 2017.

Za kontynuacją korzystnej sytuacji fiskalnej sektora finansów publicznych w 2Q 2018 przemawia również wynik budżetu państwa, który w po maju był rekordowo wysoki i wyniósł 9,6 mld PLN wobec 9,3 mld PLN, po kwietniu. Sprzyjała temu bardzo dobra sytuacja dochodowa budżetu - w okresie styczeń-maj wpływy z podatku PIT oraz CIT były wyższe w stosunku do analogicznego okresu ub. roku o 16,4% r/r. Wzrosty te powiązane są, jak wielokrotnie wskazywaliśmy wcześniej, z kontynuacją bardzo dobrej sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Sprzyja temu również wzrost liczby pracowników z zagranicy, głównie z Ukrainy, którzy opłacają należny podatek PIT. Dochody z podatku VAT również wzrosły w tym okresie, z tym że w mniejszej skali, bo o 2,8% r/r. Niższa dynamika wpływów z podatku VAT na tle podatków dochodowych jest dość zaskakująca. Wysoka dynamika konsumpcji gospodarstw domowych przy zmieniającej się ich strukturze w kierunku dóbr obłożonych wyższą stawką opodatkowania sugerowałaby, że wkład do dochodów budżetowych podatku VAT. Spadek ich rocznej dynamiki jednak częściowo związany z wysoką bazą statystyczną sprzed roku.

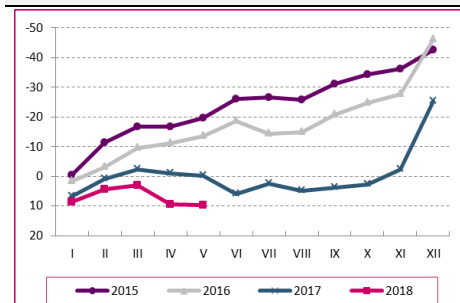
Wzrostowi dochodów towarzyszy dyscyplina w wydatkach budżetowych. W okresie styczeń-maj były one tylko nieznacznie wyższe niż przed rokiem - o 0,6% r/r. Niewielkiej zwwyżce wydatków sprzyja ograniczenie dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w związku z bardzo dobrą sytuacją na rynku pracy oraz większą liczbą pracowników z zagranicy opłacających składki.

Wykres 15 Saldo budżetu SFP [suma 4-kwartalna, % PKB]



Źródło: GUS, Macrobond

Wykres 16 Skumulowany wynik budżetu państwa [mld PLN]



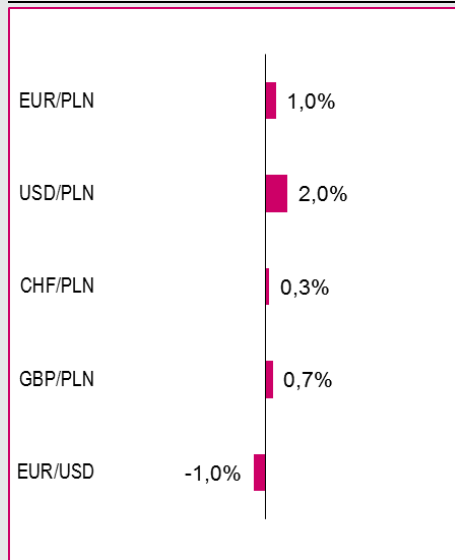
Źródło: Macrobond

Bardzo dobra sytuacja budżetu centralnego w I połowie tego roku ma jednak przejściowy charakter. 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 przetoży 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.



### KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

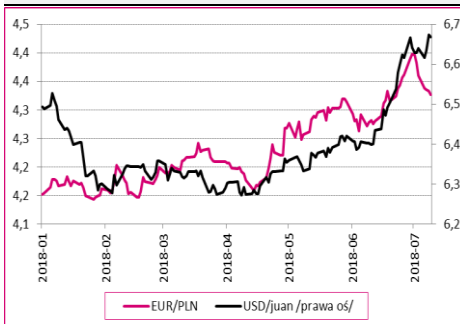
Wykres 17 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

Czerwiec był okresem dynamicznej przeceny złotego w relacji do głównych walut. Źródłem nerwowości inwestorów były przede wszystkim wydarzenia w Stanach Zjednoczonych związane z protekcjonistyczną polityką D.Trumpa, która objawia się pogorszeniem perspektyw finansowych firm, a w dalszej konsekwencji może skutkować osłabieniem potencjału amerykańskiej i światowej gospodarki. Negatywnie na wycenę walut *emerging markets* oddziaływał także wynik czerwcowego posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej i zwiększenia tempa podwyżek stóp procentowych w USA w tym roku. Krótkotrwale wpływ posiedzenia Fed na złotego został co prawda zneutralizowany - wciąż łagodną mimo korekt w programie skupu aktywów - retoryką Europejskiego Banku Centralnego. Na przełomie czerwca i lipca polskiej walucie zaczęły ciążyć czynniki lokalne. Zwyżka kursu EUR/PLN do poziomu 4,41 tj. maksimum ze stycznia 2017 roku zbiegła się z decyzją Komisji Europejskiej o uruchomieniu procedury naruszeniowej wobec Polski w sprawie Sądu Najwyższego. Parę dni wcześniej natomiast polska waluta negatywnie wyróżniała się na tle walut regionu, gdy KE przeprowadzała ostatni etap w prowadzonej wobec polskich władz procedurze praworządności. W tym czasie agencja ratingowa Moody's powtórzyła, iż reforma sądownictwa może wpłynąć na ocenę siły instytucjonalnej Polski i jej potencjalne skutki reformy sądownictwa - tj. osłabienie niezależności sądownictwa, systemu kontroli i równowagi oraz praworządności - mogą wpłynąć na ocenę siły instytucjonalnej Polski. W czerwcu przecena nie ominęła także pozostałych walut tej części regionu. Z uwagi na czynniki polityczne tj. zwycięstwo E.T. Erdogana w wyborach prezydenckich, oznaczające zwiększenie władzy prezydenta Turcji, w tym większy wpływ na politykę pieniężną kosztem niezależności banku centralnego, skutkowało utrzymaniem się wyceny liry na historycznym minimum wartości. W minionym miesiącu najwyższy poziom w historii ustanowiły także notowania kursu EUR/HUF.

Wykres 18 Notowania EUR/PLN i juana chińskiego do dolara



Źródło: Macrobond

Wykres 19 Notowania EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Macrobond

Zwiększa się wrażliwość polskiej waluty na negatywne informacje zewnętrzne

W naszej ocenie w kolejnych tygodniach złoty, wraz z pozostałymi walutami regionu, pozostanie pod dominującym wpływem sentymentu zewnętrznego. Ten uzależniony będzie natomiast przede wszystkim od rozwoju wojen handlowych, które przybierają coraz to większe rozmiary. W przypadku ich dalszej eskalacji i dołączenia kolejnych, poza Chinami, państw spodziewamy się powrotu strategii *risk-off*, która skutkuje ograniczaniem pozycji w bardziej ryzykowne aktywa, w tym złotego. Trudno obecnie - także w kontekście normalizacji polityki pieniężnej na świecie - o czynnik, który mógłby wyraźnie i trwale poprawić nastroje rynkowe. Takimi też nie będą czynniki lokalne. Mimo, iż ożywienie ryzyka instytucjonalnego uznajemy za przejściowe, gdyż dla inwestorów kluczowa jest kwestia dostępu do funduszy Unii Europejskiej, a te w ramach bieżącej perspektywy finansowej nie są zagrożone, to nie spodziewamy się by publikacje danych makroekonomicznych, mogły w istotny sposób wpływać na wycenę złotego. Koniunktura w Polsce - mimo, iż prawdopodobnie osiągnęła już szczyt aktywności w tym cyklu - pozostanie dobra, zwłaszcza na tle europejskim, jednak nie powinno to znaleźć odzwierciedlenia w wyraźnie mocniejszym złotym. Tym bardziej, iż Rada Polityki Pieniężnej - co potwierdza lipcowe posiedzenie - pozostaje łagodnie nastawiona do kwestii podwyżek stóp procentowych. Z tych powodów skala ewentualnego umocnienia złotego będzie ograniczona. Zwiększy się natomiast - co obserwowaliśmy w poprzednich tygodniach - wrażliwość polskiej waluty na negatywne informacje zewnętrzne.

**Dochodowość polskiej 10-latki niezmiennie od maja tkwi w przedziale 3,17% - 3,35%**

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

VII 2017			VII 2018	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
06.07.17	nie odbył się			
21.07.17	nie odbył się			
12.07.18			przetarg zamiany	5,9
27.07.18			OK0720/ PS0123/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528	

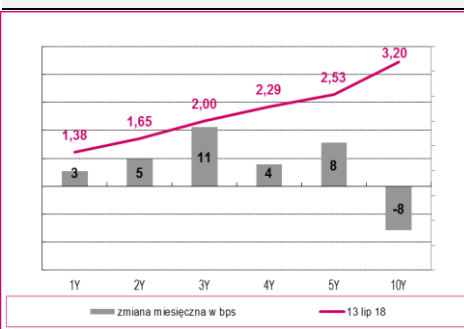
Zródło: MinFin

**W krótkim okresie utrzymać się powinny trendy zakładające stabilizację długu na poziomie 1,65% w przypadku 2-latki i 3,23% dla długiego końca krzywej**

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

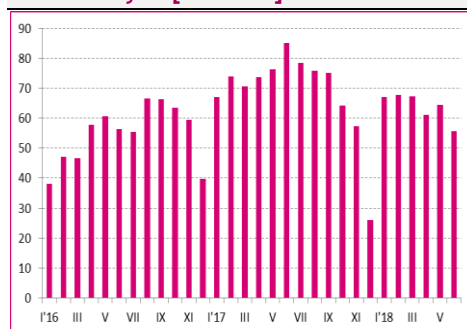
Charakterystyczną cechą notowań krajowego długu w czerwcu była stabilność wyceny. O ile w przypadku 2-letniego benchmarku nie powinno to dziwić w kontekście niezmiennie łagodnej retoryki Rady Polityki Pieniężnej i chęci utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie przez wydłużony okres czasu, o tyle zachowanie długiego końca krzywej wykazywało dużą odporność na wpływ czynników zewnętrznych. Miniony miesiąc był bowiem okresem turbulencji na rynkach światowych wyrażonych między innymi zwiększonym apetytem na bezpieczne aktywa oraz przeceną tych bardziej ryzykownych. Awersja do ryzyka skutkowała między innymi obniżeniem się dochodowość 30-letniego benchmarku niemieckiego poniżej 1% po raz pierwszy od kwietnia 2017 roku. Pogorszenie globalnego sentymentu inwestycyjnego nie wywołało natomiast reakcji na polskim rynku obligacji 10-letnich. Te niezmiennie od maja tkwią w przedziale rentowności 3,17% - 3,35%. Z tego powodu spread polskich i niemieckich 10-latek wzrósł do poziomu 300 bps tj. zaledwie o 2 bps niższego niż tegoroczne maksimum osiągnięte w maju. Stabilność wyceny SPW to przede wszystkim efekt dobrej sytuacji budżetowej, która skutkuje wspierającym wzrost cen i spadek dochodowości ograniczeniem podaży długu. Drugim czynnikiem sprawiającym, że Ministerstwo Finansów miało mniejszą skłonność do organizowania przetargów był relatywnie wysoki stan środków na rachunkach budżetowych resortu finansów.

**Wykres 20 Miesięczna zmiana dochodowości SPW**



Zródło: Datastream, opracowanie własne

**Wykres 21 Stan środków na rachunkach budżetowych [mld PLN]**



Zródło: MinFin, opracowanie własne

Podtrzymujemy naszą ocenę z poprzednich raportów, iż pozytywny wpływ wydarzeń wewnętrznych będzie stopniowo wygasł. Rynek zdyskontował już znacząco ilość korzystnych dla wyceny długu informacji krajowych. Mimo, iż ostrożne podejście Europejskiego Banku Centralnego do normalizacji polityki monetarnej oraz wciąż łagodna retoryka Rady Polityki Pieniężnej powinny tworzyć pozytywne warunki dla wyceny obligacji, sprzyjając dłuższej stabilizacji rentowności polskich benchmarków w krótkim okresie, to w kolejnych miesiącach (prawdopodobnie od września) spodziewamy się zwiększenia podaży długu. Wówczas Ministerstwo Finansów - wzorem lat ubiegłych - zintensyfikuje prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych, które z uwagi na zwiększające się wydatki budżetowe i gorsze perspektywy gospodarcze w 2019 roku powinny być większe. Z tego powodu spodziewamy się wzrostu podaży długu netto od końca trzeciego kwartału. Nie będzie on jednak znaczący. Między innymi z uwagi na fakt, iż jak dotąd potwierdzenia nie znajdują obawy dotyczące wzrostu dochodowości długu na rynkach bazowych. Jak wspomnieliśmy wcześniej rentowność obligacji niemieckich oscyluje wokół minimum z ubiegłego roku. W przypadku amerykańskiego długu mimo bardziej agresywnej ścieżki podwyżek stóp procentowych Fed 10-latce nie udało się trwale wybić powyżej bariery 3,0%.

Uważamy zatem, iż w krótkim okresie w notowaniach SPW utrzymać się powinny bieżące trendy zakładające stabilizację długu na poziomie 1,65% w przypadku 2-latki i 3,23% dla długiego końca krzywej. Na przetomie trzeciego i czwartego kwartału za sprawą czynników krajowych, a być może i także pogorszenia sentymentu zewnętrznego w przypadku eskalacji wojen handlowych krzywa powinna się wystramiać do około 170 bps wyłącznie z uwagi na zmiany 10-latki.

**W połowie czerwca kurs EUR/USD zanotował największy jednodniowy spadek notowań od brexitowego referendum**

**Posiedzenie BoE w czerwcu silnie wpłynęło na wycenę brytyjskiego funta**

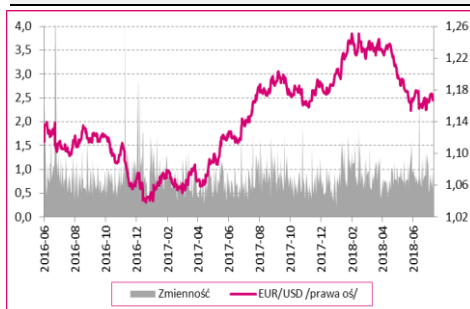
**Obecnie największe znaczenie dla sentymentu inwestycyjnego ma kwestia globalnej wojny handlowej**

## RYNKI ZAGRANICZNE

Notowania eurodolara w czerwcu miały spokojny przebieg, za wyjątkiem jednego dnia, gdy swoje posiedzenie odbywał Europejski Bank Centralny. Początkowo kurs EUR/USD oscylował wokół poziomu 1,18 by po gwałtownej zniżce wywołanej łagodną retoryką EBC drugą połowę ubiegłego miesiąca poruszać się dwa centy niżej. Mimo, iż w czerwcu Rada Prezesów EBC zdecydowała o ograniczeniu wartości programu skupu aktywów od czwartego kwartału tego roku, to jednocześnie zaskoczyła opóźnieniem momentu podwyżki stóp procentowych względem oczekiwań inwestorów. W reakcji kurs EUR/USD obniżył się o niemal 2% do 1,1560 co było procentowo największym jednodniowym spadkiem notowań od czerwca 2016 roku tj. daty brexitowego referendum. Reakcję eurodolara potęgował fakt, iż dzień przed posiedzeniem EBC do podwyżki kosztu pieniądza doszło w Stanach Zjednoczonych. Inwestorzy jednak odłożyli w czasie reakcję na decyzję Fed do czasu zakończenia posiedzenia EBC.

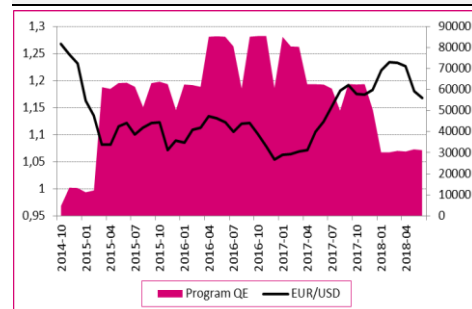
Nie było to jedyne czerwcowe posiedzenie banku centralnego, którego wynik skutkował podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych. Umocnieniem funta rynek zareagował na fakt, iż aż 3 z 9 członków Banku Anglii głosowało za podwyżką stóp procentowych. Za wzrostem kosztu pieniądza nieoczekiwanie opowiedział się A. Haldane, główny ekonomista banku. To pierwsze wyłamanie się głównego ekonomisty z decyzji większości w BoE od 2011 roku.

**Wykres 22 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]**



Źródło: Datastream

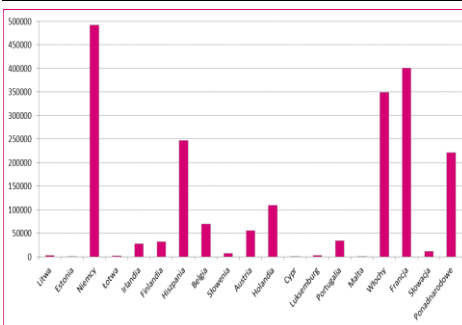
**Wykres 23 Wartość QE w strefie euro oraz kurs EUR/USD [mld EUR]**



Źródło: Macrobond

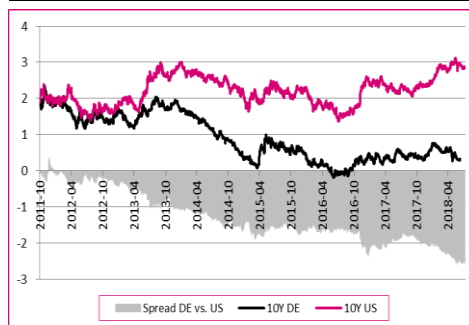
Po tym jak wspomniane wcześniej posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego i Fed określiły perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych temat stóp procentowych stał się dla rynków drugoplanowy. Obecnie największe znaczenie dla sentymentu inwestycyjnego ma kwestia wojen handlowych, które eskalują z każdym miesiącem. Najlepszym tego dowodem są wprowadzane przez USA i Chiny karne cła na towary o coraz większej wartości. Tylko w ostatnim tygodniu USA nałożyły 25-procentowe karne cła na chińskie towary o wartości 34 mld USD i zapowiedziały kolejne obciążenia na towary o wartości 16 mld USD. Strona chińska ogłosiła każdorazową kontrreakcję o symetrycznej wartości. Utrzymanie tych trendów może w średnim terminie doprowadzić do pogorszenia perspektyw globalnego wzrostu, a taki scenariusz powinien wspierać waluty uznawane za powszechnie najbezpieczniejsze tj. dolara, franka szwajcarskiego i jena japońskiego. W szczególności, iż protekcjonizm w przypadku amerykańskiej gospodarki skutkować może dalszym wzrostem inflacji i obok poluzowania fiskalnego wymagać jeszcze bardziej agresywnego działania Fed w przyszłym roku. W krótkim natomiast uznajemy poziom 1,17 w notowaniach eurodolara za dobrze odzwierciedlający zarówno rosnącą rozbieżność w polityce pieniężnej EBC i Fed, jak i dotychczasowy wpływ wojny handlowej na linii USA-Chiny. Czynnikiem, który mógłby skutkować wzrostem EUR/USD byłoby potwierdzenie nieoficjalnych spekulacji, iż część przedstawicieli Rady Prezesów EBC opowiada się za szybszą niż oficjalny termin „późnego lata 2019” podwyżką kosztu pieniądza. W kierunku mocniejszego dolara oddziaływać mogą natomiast każdorazowe epizody związane ze wzrostem ryzyka geopolitycznego jako konsekwencja możliwych wydarzeń na Bliskim Wschodzie, Korei Północnej, czy państwach południa Europy.

**Wykres 24 Wartość skupionych przez EBC w czerwcu obligacji [mln EUR]**



Źródło: Datastream

**Wykres 25 Notowania 10-latki USA i Niemiec oraz spread [%]**



Źródło: Datastream

**Tym, co kompensowało negatywny dla wyceny UST wpływ jastrzębiej retoryki Fed była awersja do ryzyka premiująca bezpieczne aktywa**

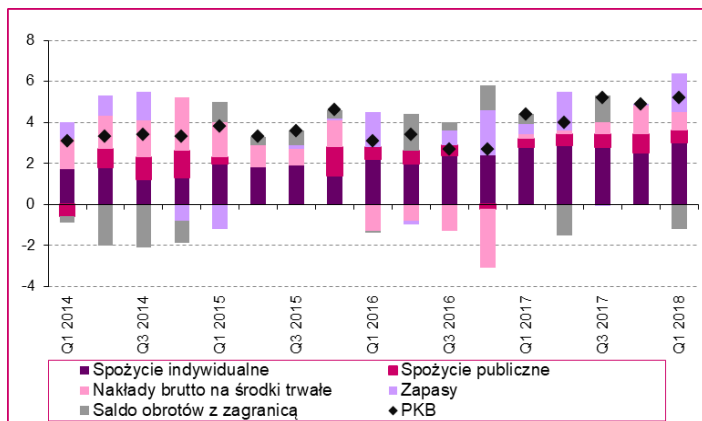
**Szans na wzrost dochodowości upatrujemy głównie w notowaniach Bunda**

O tym jak spokojny przebieg miały czerwcowe notowania amerykańskiego długu najlepiej świadczy fakt, iż ubiegłomiesięczna zmienność 10-letniego benchmarku USA wyniosła zaledwie 14 bps. Jeszcze mniejsza, bo 11 bps była amplituda wahań krótkiego końca amerykańskiej krzywej i to pomimo ogłoszonego w czerwcu bardziej agresywnego scenariusza tempa tegorocznych podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Tym, co kompensowało negatywny dla wyceny UST wpływ jastrzębiej retoryki Rezerwy Federalnej była awersja do ryzyka premiująca bezpieczne aktywa. Miała ona swoje odzwierciedlenie także w niższej rentowności Bunda. W szczególności, iż czerwcowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego zakończyło się niespodzianką w postaci bardziej łagodnej od rynkowych oczekiwań narracji. Pod jej wpływem dochodowość Bunda obniżyła się do poziomu 0,29% tj. tegorocznego minimum.

Szans na wzrost dochodowości upatrujemy głównie w notowaniach Bunda. Argumentów za takim scenariuszem jest kilka. Pierwszym jest fakt, iż kryzys polityczny we Włoszech, Hiszpanii i Niemczech udało się co najmniej czasowo zażegnać, co powinno zwiększyć apetyt na ryzyko w Europie. Kolejnym jest zdyskontowanie przez rynek scenariusza jednej podwyżki stóp procentowych w strefie euro pod koniec przyszłego roku, przy czym coraz wyraźniej - choć wciąż nieoficjalnie - akcentowane są głosy, iż niedawna retoryka M. Draghiego była przesadnie łagodna. Opublikowany w lipcu opis ostatniego posiedzenia EBC stwierdza natomiast, iż deklaracja stabilnych stóp procentowych „do końca lata 2019 roku” została odebrana jako „słuszny balans między elastycznością oraz precyzją”. Trzecim jest zmniejszenie o połowę wartości programu skupu aktywów w strefie euro w czwartym kwartale tego roku, przy czym największe ograniczenia dotkną - zgodnie z kluczem bilansu EBC - długu niemieckiego. W przypadku obligacji USA trudno o wybiecie 10-letniego długu powyżej poziomu 3,0% w sytuacji jasno nakreślonego scenariusza polityki pieniężnej. Czynnikiem ryzyka pozostaje ewentualna eskalacja wojen handlowych na gospodarkę USA. W rezultacie oczekujemy niewielkiego zawężenia się spreadu amerykańskiej 10-latki do Bunda z czerwcowego najwyższego od lat 90 poziomu 259 bps.

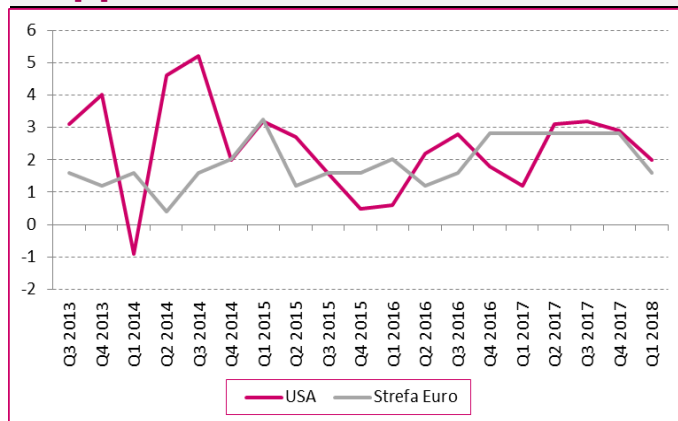
## PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 26 Dekompozycja wzrostu PKB r/r [pkt. proc.]



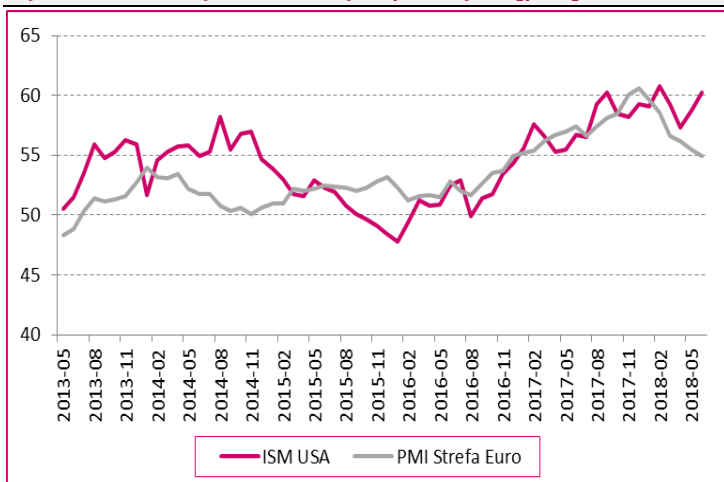
Źródło: Datastream

Wykres 27 Annualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]

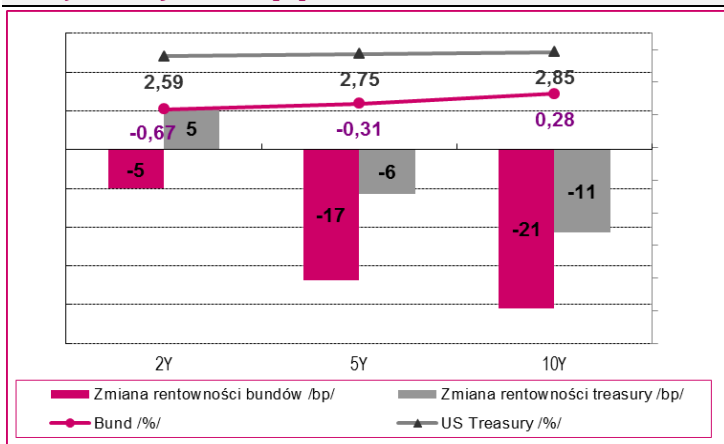


Źródło: Datastream

Wykres 28 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]

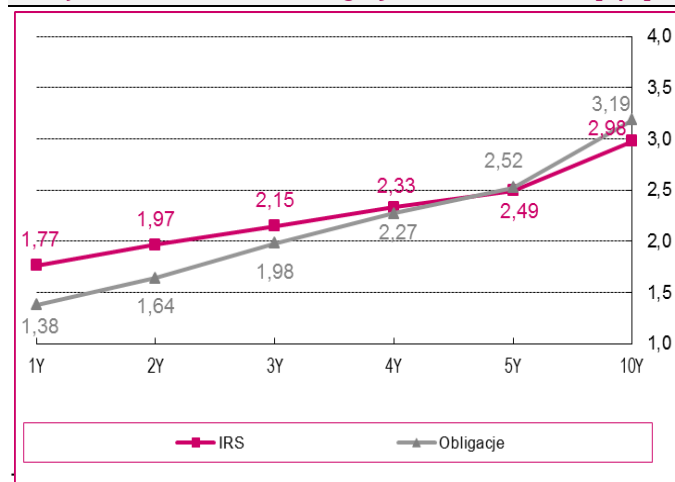


Wykres 30 Miesięczna zmiana dochodowości Bunda i amerykańskiej 10-latki [%]

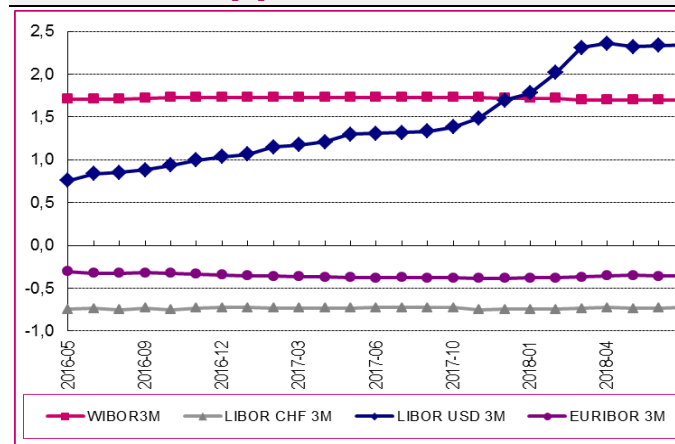


Źródło: Thomson Reuters

Wykres 29 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



Wykres 31 Notowania WIBOR 3M, LIBOR CHF 3M, EURIBOR 3M i LIBOR USD 3M [%]



Źródło: Thomson Reuters

## DANE I PROGNOZY

### DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18
Inflacja- CPI (% r/r)	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	1,9	2,0
Inflacja bazowa (% r/r)	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6
Ceny producenta - PPI (% r/r)	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	2,8	3,6	3,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,7	6,6	7,3	7,2
Produkcja przemysłowa (% r/r)	12,3	9,2	2,8	8,7	7,4	1,8	9,3	5,4	5,8	9,4
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	7,1	8,8	5,2	7,7	7,7	8,8	4,0	6,1	6,8	7,2
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	206	54	-847	1955	-782	-785	-21	-340	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	15,8	15,5	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,6	3,0	-	-
Import (EUR, % r/r)	15,4	15,9	10,9	16,7	8,1	1,4	9,9	3,6	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	6,9	7,5
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6
Stopa bezrobocia (%)	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,8

	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 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	1,65	1,65	1,65	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,52
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,44	3,35	3,30	3,62	3,35	3,17	3,08	3,28	3,21	3,22
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,32
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,70
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17

### 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	2124,2
PKB (wzrost realny, %)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,7
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,7	5,1
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,5
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	1,0
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	4,26
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	4,18	3,48	3,60

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

## KALENDARIUM

### Czerwiec / Lipiec

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
			12 EZ: produkcja przemysłowa, protokół z posiedzenia banku centralnego US: CPI, liczba nowych bezrobotnych	13 PL: CPI US: indeks Uniwersytetu Michigan
16 EZ: bilans handlowy PL: bilans handlowy, inflacja bazowa US: sprzedaż detaliczna	17 PL: płace, zatrudnienie US: sprzedaż detaliczna	18 PL: produkcja przemysłowa, PPI EZ: CPI, inflacja bazowa US: pozwolenia na budowę domów, Beżowa Księga Fed	19 US: liczba nowych bezrobotnych	20 GE: PPI PL: sprzedaż detaliczna
23 PL: podaż pieniądza M3 US: sprzedaż domów na rynku wtórnym	24 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI PL: stopa bezrobocia US: wstępny PMI	25 GE: IFO US: sprzedaż nowych domów	26 EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych US: liczba nowych bezrobotnych, zamówienia na dobra trwałego użytku	27 US: PKB, inflacja bazowa PCE, indeks uniwersytetu Michigan
30 GE: CPI US: sprzedaż domów na rynku wtórnym	31 PL: CPI EZ: stopa bezrobocia, PKB US: inflacja PCE, dochody i wydatki prywatne, indeks Conference Board	01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: raport ADP, ISM w przemyśle, ISM nowych zamówień, decyzja w sprawie stóp procentowych	02 EZ: PPI US: raport Challengeera, zamówienia fabryczne, liczba nowych bezrobotnych	03 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: bilans handlowy, liczba osób zatrudnionych poza sektorem rolniczym, płaca godzinowa
06 GE: zamówienia fabryczne EZ: indeks Sentix	07 GE: bilans handlowy, produkcja przemysłowa	08	09 US: PPI, liczba nowych bezrobotnych	10 US: CPI

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

## Zespół

### BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

#### Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

[grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

#### Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

[andrzej.kaminski@bankmillennium.pl](mailto:andrzej.kaminski@bankmillennium.pl)

#### Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

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

#### Bank Millennium SA

[www.bankmillennium.pl](http://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.