

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

13 września 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

- W 2Q 2018 koniunktura gospodarcza pozostawała bardzo dobra. PKB wzrósł w tym kwartale o 5,1% r/r, po wzroście o 5,2% r/r w 1Q. Było to trzecie najwyższe tempo wzrostu spośród krajów Unii Europejskiej, po Malcie i Łotwie. W ujęciu kw/kw dynamika wzrostu gospodarczego spowolniła z 1,6% do 1,0% i już siódmy kwartał z rzędu wynosi co najmniej 0,9% (poziom zbliżony do średniej wieloletniej). Głównym motorem wzrostu niezmiennie była konsumpcja gospodarstw domowych, której wzrost przyspieszył w stosunku do 1Q 2018. Obniżyła się natomiast dynamika inwestycji. O ile dostępne dane potwierdzają optymistyczne oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego w tym roku, który zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ukształtuje się na poziomie wyższym niż w 2017 r., to w przyszłym roku jego tempo obniży się w okolice 4,0%.
- Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała na powakacyjnym posiedzeniu dotychczasowe poziomy stóp procentowych NBP. Stopa referencyjna pozostaje zatem historycznie niska i wynosi 1,5%. Komunikat, a także wypowiedzi prezesa NBP i innych obecnych na konferencji po posiedzeniu członków Rady nie zmieniają jej dotychczasowej retoryki. Nie jest to zaskoczeniem, gdyż scenariusz makroekonomiczny przedstawiony w projekcji lipcowej w dużej mierze materializuje się - szybkemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy niska presja inflacyjna. Większość członków Rady będzie zatem dążyła do stabilizacji stóp procentowych w Polsce przez dłuższy czas.
- Po nadwyżkach budżetowych w pierwszej połowie tego roku, lipiec przyniósł wyraźne pogorszenie kondycji budżetu. Z nadwyżki wartości 9,5 mld PLN saldo budżetu przesunęło się na stronę deficytu, który po lipcu wyniósł 859 mln PLN. Oznacza to, że w samym lipcu budżet zamknął się deficytem wartości 10,4 mld PLN. Nie stanowi to jednak zagrożenia dla realizacji budżetu w całym roku, gdyż deficyt będzie znacznie niższy niż zapisane w ustawie budżetowej 41,5 mld PLN i według planowanego wykonania wyniesie ok. 25 mld PLN. W projekcie budżetu na rok 2019 założono deficyt na poziomie 28,5 mld PLN przy wydatkach wynoszących 415,4 mld PLN oraz dochodach na poziomie 386,9 mld PLN. W stosunku do planowanego wykonania oznacza to wzrost dochodów o 5,3%, natomiast wydatków o 4,6%. Przy braku negatywnych szoków popytowych realizacja przyszłorocznego budżetu nie powinna być obciążona dużym ryzykiem, jednak w przypadku spowolnienia globalnej koniunktury budżet ma ograniczoną przestrzeń absorpcji negatywnych szoków.
- Przez większość lipca i cały sierpień kurs EUR/PLN poruszał się w przedziale 4,25 - 4,35 co należy uznać za przejaw stabilności wyceny polskiej waluty, w szczególności na tle pozostałych walut rynków wschodzących, które w ostatnich tygodniach silnie traciły na wartości. Podczas, gdy zmienność pary EUR/PLN w omawianym okresie wyniosła około 2%, to w przypadku pary EUR/TRY aż 53%. Kłopoty tureckiej liry mają źródło w czynnikach lokalnych - przede wszystkim w słabnącej gospodarce, centralizacji władzy oraz napięciach dyplomatycznych z USA - i jedynie w niewielkim stopniu przekładały się na wycenę złotego.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	8
POLITYKA FISKALNA	9
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	10
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ..	11
RYNKI ZAGRANICZNE	12
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	1,75%-2,00%	25-26 wrz	2,00%-2,25%
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%	13 wrz	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	2-3 paź	1,50%

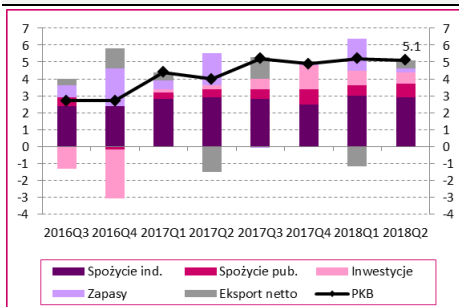
Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

W 2Q aktywność gospodarcza pozostawała wysoka

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

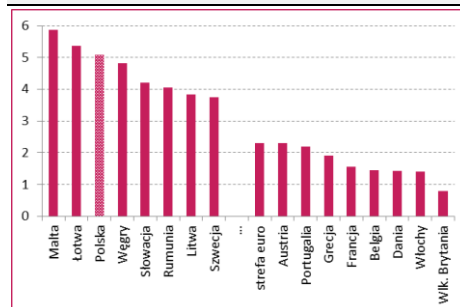
W 2Q 2018 koniunktura gospodarcza pozostawała bardzo dobra. PKB wzrósł w tym kwartale o 5,1% r/r, po wzroście o 5,2% r/r w okresie styczeń-marzec. Było to trzecie najwyższe tempo wzrostu spośród krajów Unii Europejskiej, po Malcie i Łotwie. W ujęciu kw/kw dynamika wzrostu gospodarczego spowolniła z 1,6% kw/kw do 1,0% kw/kw. Niemniej kwartalna dynamika PKB już siódmy kwartał z rzędu wynosi co najmniej 0,9% kw/kw (poziom zbliżony do średniej wieloletniej). O ile samo tempo wzrostu gospodarczego było w dużej mierze zgodne z oczekiwaniami, o tyle jego struktura zaskoczyła. W szczególności dotyczyło to przyspieszenia wzrostu konsumpcji indywidualnej oraz spadku dynamiki inwestycji.

Wykres 1 Struktura wzrostu PKB [pkt. proc.]



Źródło: Macrobond

Wykres 2 Wzrost PKB w 2Q w Unii Europejskiej [% r/r]

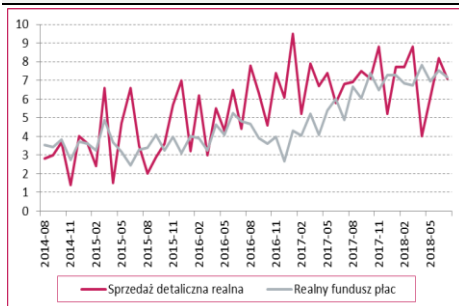


Źródło: Macrobond

Przyspieszenie wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych

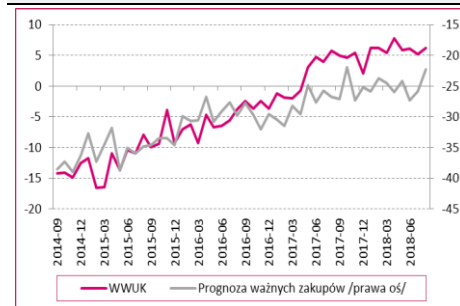
Zgodnie z naszymi wcześniejszymi przypuszczeniami głównym motorem wzrostu gospodarczego w 2Q 2018 była konsumpcja gospodarstw domowych. Jej dynamika wyniosła w tym okresie 4,9% r/r, a więc nieco przyspieszyła w stosunku do kwartału poprzedzającego (4,8% r/r). Stanowi to pewnego rodzaju zaskoczenie zważywszy na wysoką bazę odniesienia z ub. roku, a także spowolnienie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej w okresie kwiecień-czerwiec. Wysokiej dynamice spożycia prywatnego niezmiennie sprzyja bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, wpływająca korzystnie na nastoje gospodarstw domowych, także niska inflacja i poziom stóp procentowych NBP. Czynniki te powinny także w kolejnych kwartałach wspierać szybki wzrost spożycia prywatnego. Wyniki badań koniunktury GUS sygnalizują nadal bardzo dobrą koniunkturę konsumencką w przyszłości. W szczególności wysokie wartości wskaźnika dokonywania ważnych zakupów sygnalizuje trwałość fundamentów wspierających konsumpcję gospodarstw domowych. Sądzimy jednak, że jej dynamika będzie powoli, obniżać się wraz ze przyspieszeniem inflacji ograniczającej wzrost płac w ujęciu realnym.

Wykres 3 Wzrost sprzedaży detalicznej i realnego funduszu płac [% r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 4 Wskaźniki koniunktury konsumenckiej [pkt.]



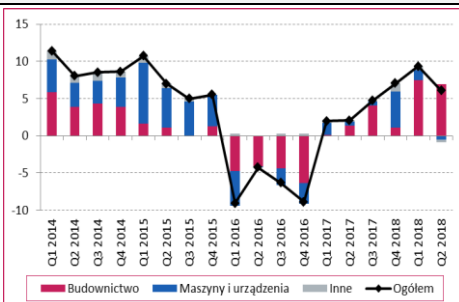
Źródło: Macrobond

Niejednoznaczne dane o inwestycjach w 2Q

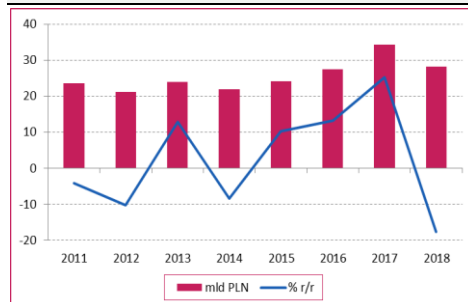
Negatywnie zaskoczyła natomiast dynamika nakładów inwestycyjnych. Ich wzrost spowolnił z 8,1% r/r do 4,5% r/r. Zgodnie z informacjami GUS nastąpiła zmiana metodologii włączania wydatków militarnych z ujęcia kasowego na ujęcie memoriałowe. Wpłynęło to na podbicie dynamiki w 1Q 2018, natomiast obniżyło tempo wzrostu w okresie kwiecień-czerwiec. Niemniej odczyty te nadal pozostają relatywnie niskie zważywszy na inne dane o aktywności inwestycyjnej. Nakłady na środki trwałe

przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 pracowników wzrosły bowiem w tym okresie o ponad 10% r/r, a inwestycje samorządowe o blisko 90% r/r.

Wykres 5 Struktura wzrostu inwestycji nominalnych [pkt. proc.]



Wykres 6 Wartość kosztorysowa nowo rozpoczętych inwestycji w 1 poł. roku*



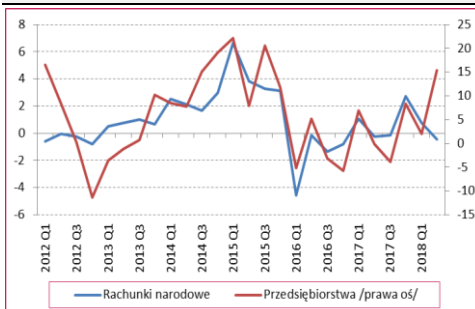
Źródło: Macrobond

*Przedsiębiorstwa powyżej 49 pracowników
Źródło: Macrobond

Perspektywy wzrostu inwestycji w krótkim okresie nadal korzystne

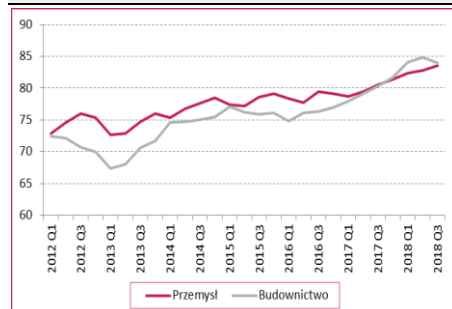
Odbicie inwestycji w ostatnich kilku kwartałach było głównie efektem zwiększania przez sektor finansów publicznych wydatków infrastrukturalnych współfinansowanych przez środki z budżetu Unii Europejskiej oraz nakłady przedsiębiorstw na budynki i budowlę. Ich dynamika będzie stopniowo słabła (pomimo kontynuacji absorpcji środków) w związku z coraz wyższą bazą odniesienia, końcem okresu wyborczego oraz ograniczonymi możliwościami wytwórczymi firm budowlanych. Perspektywy dla nakładów firm na maszyny i urządzenia pozostają natomiast niejednoznaczne. Z jednej strony szacunki w ramach metodologii rachunków narodowych wskazują na minimalny spadek (w ujęciu nominalnym) wydatków na tą podkategorię. Z drugiej strony nakłady dużych firm na odbudowę parku maszynowego, zgodnie z danymi sprawozdawczymi, znaczenie przyspieszyły. Sądzymy, że w najbliższych kwartałach dynamika inwestycji firm dla zwiększenia potencjału produkcyjnego może przyspieszyć, aczkolwiek nie w znaczącej skali. Wyniki Szybkiego monitoringu NBP wskazują na utrzymujące się na korzystnych poziomach indeksy aktywności inwestycyjnej, choć udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych projektów obniżył się. Ponadto na bardzo wysokich poziomach znajdują się wskaźniki wykorzystania zdolności wytwórczych przy rekordowo niskim bezrobociu. W dłuższej perspektywie natomiast uwarunkowania inwestycji przedsiębiorstw w maszyny i urządzenia nie są już tak korzystne biorąc pod uwagę oczekiwane dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego za granicą oraz słabszy wzrost krajowej konsumpcji.

Wykres 7 Inwestycje w maszyny i urządzenia [% r/r]*



*Przedsiębiorstwa powyżej 49 pracowników
Źródło: Macrobond

Wykres 8 Stopień wykorzystania zdolności wytwórczych [%]



Źródło: Macrobond

Korzystne dane o eksporcie w 2Q

Pogorszenie koniunktury u najważniejszego partnera handlowego Polski nie znalazło swojego odzwierciedlenia w aktywności eksportowej krajowych przedsiębiorstw. Wzrost eksportu dóbr i usług przyspieszył bowiem w 2Q do 6,9% r/r z 1,1% r/r. Dane te, a także spadek wartości zapasów na końcu 2Q, sugerują, że spowolnienie wzrostu eksportu w 1Q 2018 wynikało w pewnym stopniu z przesunięć części dostaw na 2Q 2018. Import dóbr i usług z zagranicy także przyspieszył, ale w nieco mniejszej skali niż eksport: z 3,5% r/r do 6,5% r/r. W konsekwencji wkład eksportu netto był dodatni i wyniósł 0,5 pkt. proc. wobec -1,2 pkt. proc. przed kwartałem.

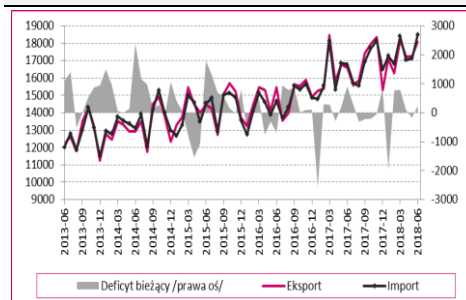
Makro i rynek

raport miesięczny

W 2Q deficyt na rachunku obrotów bieżących

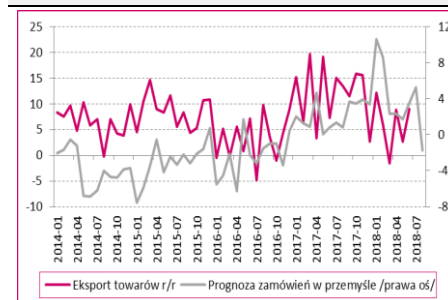
Pomimo poprawy aktywności eksportowej saldo rachunku bieżącego pogorszyło się i w 2Q wykazało deficyt wynoszący -161 mln EUR wobec nadwyżki wynoszącej 388 mln EUR przed kwartałem. W największym stopniu przyczynił się do tego spadek salda dochodów pierwotnych w związku z przejściowo niższą absorpcją środków z Unii Europejskiej. W ujęciu rocznym saldo na rachunku bieżącym pozostaje zrównoważone, co stanowi, obok relatywnie dobrej sytuacji fiskalnej, bufor bezpieczeństwa dla stabilności rynków finansowych w Polsce. Jest to tym bardziej istotne, że obecnie utrzymuje się podwyższona niepewność dotycząca perspektyw niektórych rynków wschodzących.

Wykres 9 Eksport, import i deficyt bieżący [mln EUR]



Źródło: Macrobond

Wykres 10 Eksport [% r/r] i prognoza zam. eksport. w przemyśle [sa, pkt.]



Źródło: Macrobond

Eksport netto nieco słabszy niż przed rokiem

W najbliższych kwartałach dynamika eksportu może nieznacznie słabnąć, wraz z obniżającą się aktywnością gospodarczą w strefie euro. Potwierdza to wyniki ankiety PMI, zgodnie z którą w sierpniu odnotowano najszybszy spadek liczby nowych zamówień eksportowych od lipca 2014 r. Podobnie wnioski płyną z badania koniunktury GUS dla przemysłu. Jednocześnie silny popyt krajowy będzie wspierał wzrost importu. W konsekwencji eksport netto powinien w najbliższych kwartałach mieć mniej korzystny wpływ na wzrost gospodarczy niż miało to miejsce w 2017 r. Wkład tej kategorii do wzrostu byłby jeszcze niższy, gdyby przyspieszeniu uległy inwestycje przedsiębiorstw w maszyny i urządzenia charakteryzujące się wysokim stopniem importochłonności.

Wzrost PKB w 2018r. powyżej 4,6%, ale w 2019r. spowolni w okolice 4,0%

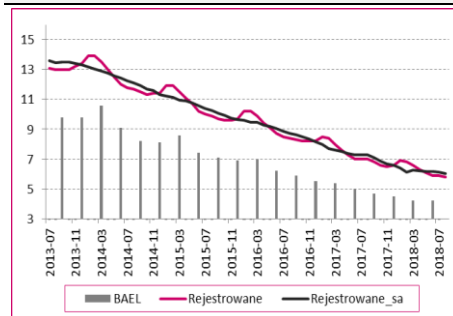
Dostępne informacje wskazują, że szczyt aktywności gospodarczej w tym cyklu koniunkturalnym został już osiągnięty, a kolejne kwartały najprawdopodobniej przyniosą stopniowy spadek dynamiki PKB. W coraz mniejszym stopniu wzrost wartości dodanej wspierany będzie przez sektor budowlany, ze względu na ograniczenia podażowe: duże braki kadrowe, bardzo wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych oraz rosnące ceny materiałów. Perspektywy dla aktywności w przemyśle pozostają natomiast neutralne - sądzimy, że dynamika produkcji w sektorze będzie kształtowała się na poziomach zbliżonych do średniej wieloletniej. W krótkim horyzoncie przyspieszenie wzrostu produkcji ograniczane będzie przez czynniki podażowe - wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych oraz trudności w obsadzeniu wolnych wakatów. W dłuższej perspektywie słabnący popyt z zagranicy i w mniejszym stopniu z kraju zmniejszą napięcia podażowe, co będzie oddziaływało w kierunku wyhamowania dynamiki działalności wytwórczej w Polsce. Istotnym źródłem ryzyka dla oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego w Polsce jest rosnący protekcjonizm w wymianie handlowej na linii Stany Zjednoczone - Chiny - Unia Europejska. O ile miałby on niewielki bezpośredni wpływ na polską gospodarkę, to poprzez pośrednie oddziaływanie w ramach międzynarodowych łańcuchów wartości dodanej, może ograniczać popyt zagraniczny na wytwarzane w kraju dobra i usługi, w szczególności z Niemiec. Największe krajowe ryzyka dotyczące dynamiki PKB w kolejnych kwartałach wiążą się z perspektywami wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w maszyny i urządzenia. W przypadku ich wysokiej dynamiki spadek aktywności gospodarczej będzie miał mniejszą skalę. O ile dostępne dane utwierdzają optymistyczne oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego w tym roku, który zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ukształtuje się na poziomie wyższym niż w 2017 r. to w przyszłym roku jego tempo obniży się w okolice 4,0%.

Spadek stopy bezrobocia BAEL do najniższego poziomu w historii

W 2Q utrzymywał się nadal silny popyt na pracę. W końcu tego okresu pozostawało 164,7 tys. wolnych miejsc pracy, tj. o 8,1% więcej niż przed rokiem. Popyt na pracę sprzyjał spadkowi stopy bezrobocia. Zgodnie z wynikami Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) obniżyła się ona do 3,6% z 4,2% przed kwartałem, a więc

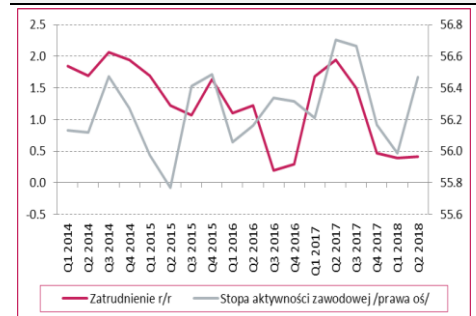
do najniższego poziomu w historii. Złożył się na to spadek liczby bezrobotnych do 617 tys., a także wzrost liczby osób aktywnych zawodowo do niespełna 17,2 mln. W rezultacie zwiększyła się liczba osób pracujących, która była wyższa w stosunku do analogicznego kwartału ub. roku o 0,4%, podobnie jak w 1Q 2018. W 2Q wzrósł również współczynnik aktywności zawodowej - do 56,5%, a więc o 0,5 pkt. proc., co tłumaczyć można wzrostem liczby pracujących w dużej mierze w związku z podejmowaniem prac o charakterze sezonowym. W odniesieniu do 2Q ub. roku współczynnik ten był jednak niższy o 0,2 pkt. proc., do czego przyczyniło się wejście w życie od października 2017 r. ustawy obniżającej wiek emerytalny.

Wykres 11 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Macrobond

Wykres 12 Zatrudnienie i współczynnik akt. zawodowej [% r/r, %]

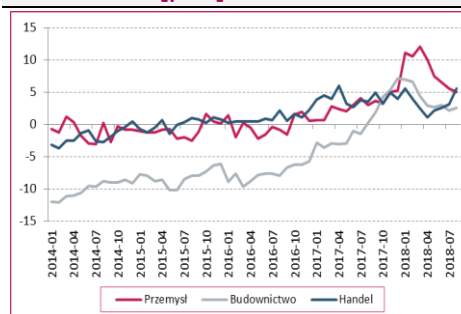


Źródło: Macrobond

Bardzo dobra sytuacja na rynku pracy także w 3Q br.

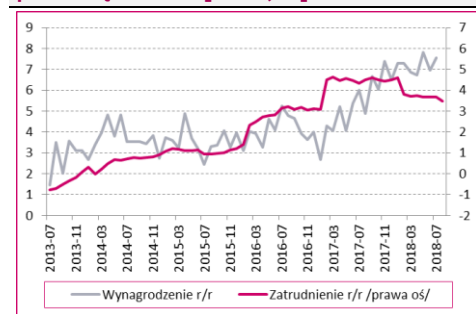
Bardzo dobra sytuacja na rynku pracy utrzymuje się także w 3Q 2018. Stopa bezrobocia rejestrowanego, zgodnie z szacunkami Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej obniżyła się w sierpniu do 5,8% z 5,9% przed miesiącem, czyli do najniższego poziomu w historii. Ponadto nadal wzrastało zatrudnienie. Dane z sektora przedsiębiorstw (firmy zatrudniające więcej niż 9 pracowników) wskazuje, że liczba etatów przyrosła w lipcu o 3,5% r/r. Dynamika ta była jednak nieco niższa niż w ostatnim okresie, gdy wynosiła 3,7% r/r. W kolejnych miesiącach zatrudnienie będzie najprawdopodobniej nadal wzrastać, aczkolwiek w coraz wolniejszym tempie, ze względu na wysoką bazę odniesienia oraz bardzo ograniczoną liczbę możliwych do zatrudnienia pracowników o pożądanym kwalifikacjach. Scenariusz ten jest zgodny z wynikami Szybkiego monitoringu NBP oraz badania GUS dla przemysłu i budownictwa, które wskazują na spadek wskaźników prognoz liczby pracujących.

Wykres 13 Wskaźnik GUS oczekiwanego zatrudnienia [pkt.]



Źródło: Macrobond

Wykres 14 Rynek pracy w sektorze przedsiębiorstw [% r/r, %]



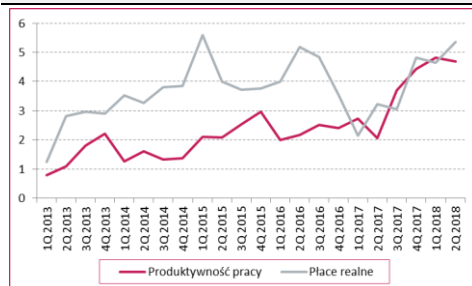
Źródło: Macrobond

Stopa bezrobocia powinna pozostać względnie stabilna

Czynnikami, który przy utrzymującym się wysokim popycie na pracę, spowolnił wzrost zatrudnienia były trudności przedsiębiorstw z pozyskaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Co prawda, zgodnie z wynikami Szybkiego monitoringu NBP odsetek firm wskazujących brak pracowników jako barierę ich rozwoju nadal pozostaje wysoki, to w ostatnich miesiącach obniżył się. Ponadto dane GUS wskazują, że w 2Q 2018 utworzono o 1,7% więcej miejsc pracy niż przed rokiem, podczas gdy w 1Q roczna dynamika wynosiła ponad 14,0% r/r. W przyszłości wraz ze spowalniającym wzrostem gospodarczym słabł będzie również popyt na pracę, aczkolwiek naszym zdaniem nie wpłynie on na istotny wzrost stopy bezrobocia. Firmy świadome ograniczeń w liczbie wykwalifikowanych pracowników będą odkładać ewentualne decyzje o zwolnieniach. Ponadto, wraz ze starzeniem się społeczeństwa w Polsce

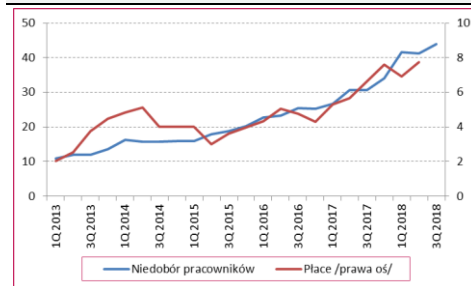
liczba osób aktywnych zawodowo będzie spadać. Stopa bezrobocia powinna zatem w krótkim, jak i średnim horyzoncie pozostawać względnie stabilna.

Wykres 15 Produktywność pracy i płace realne [% r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 16 Przemysł: niedobór pracowników [pkt.] i płace [% r/r]

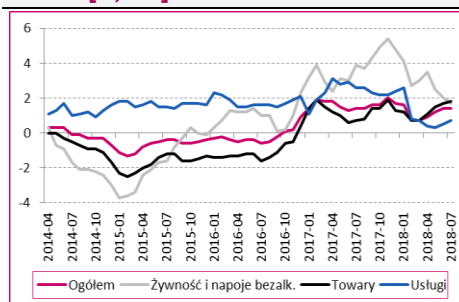


Źródło: Macrobond

Stabilny wzrost płac w nadchodzących miesiącach

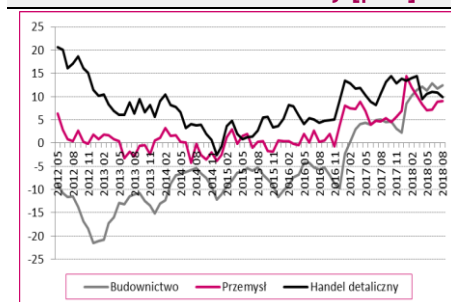
Silny popyt na pracę wspiera wzrost płac. W całej gospodarce przyspieszył on z 4,9% w okresie styczeń-marzec br. do 7,1% r/r w 2Q 2018. Na początku 3Q wzrost wynagrodzeń pozostawał stabilny. W sektorze przedsiębiorstw średnie wynagrodzenie miesięczne zwiększyło się bowiem w lipcu o 7,2% r/r. W nadchodzących kwartałach dynamika wynagrodzeń również powinna pozostawać stabilna. Z jednej strony wzrost płac będzie najprawdopodobniej wspierany przez oczekiwaną niską stopę bezrobocia. Z drugiej strony spowalniający nieco wzrost gospodarczy powinien oddziaływać w przeciwnym kierunku. Również wyniki Szybkiego monitoringu NBP wskazują na obniżenie się w stosunku do poprzedniego badania udziału firm prognozujących podwyżki płac. Jednocześnie presja pracowników na wzrost płac uległa niewielkiemu obniżeniu. Ponadto dalszy napływ imigrantów, głównie z Ukrainy (nie są ujmowani w badaniu BAEL) w najbliższym czasie będzie łagodził ograniczenia w podaży pracy, choć czynnik ten będzie stopniowo słabł. Stabilizacji tempa wzrostu płac sprzyja także propozycja Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej, zgodnie z którą pensja minimalna zostałaby podniesiona w 2019 r., z 2100 PLN do 2250 PLN, a zatem o 7,1%. Istotnym czynnikiem niepewności dla oczekiwań dotyczących dynamiki płac są nakłady kapitałowe przedsiębiorstw. W przypadku słabości inwestycji w odnowę parku maszynowego, przy nadal znaczącym wykorzystaniu zdolności wytwórczych, płace wzrosłyby najsilniej w branżach o wysokim stopniu pracochłonności (handel, budownictwo).

Wykres 17 Wskaźniki inflacji HICP w Polsce [% r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 18 Subindeks przewidywanych cen w indeksach koniunktury [pkt.]



Źródło: Macrobond

Stabilizacja inflacji w miesiącach letnich

W miesiącach letnich inflacja pozostawała stabilna i w okresie czerwiec-lipiec roczny wskaźnik CPI utrzymywał się na poziomie 2,0%. Według szybkiego szacunku GUS na podobnym poziomie inflacja pozostała także w sierpniu. Ostatnie miesiące przyniosły spadek dynamiki cen żywności, której towarzyszy wzrost cen paliw, natomiast inflacja bazowa utrzymuje się na stabilnym poziomie. Dynamika cen żywności wyhamowała w lipcu do 2,2% r/r, poziomu najniższego od listopada 2016r., natomiast wzrost cen paliw przyspieszył do 18,0% r/r, najwyższego poziomu od marca 2017. Inflacja bazowa, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, utrzymała się w czerwcu i lipcu na poziomie 0,6% r/r. W dalszym więc ciągu nie widać zatem napięć inflacyjnych w polskiej gospodarce, pomimo solidnego wzrostu gospodarczego i rosnących płac. To prawdopodobnie szczyt inflacji w tym roku i kolejne miesiące przyniosą spadek

Makro i rynek

raport miesięczny

**Dynamika cen w budownictwie
najwyższa od niemal 10 lat**

rocznego wskaźnika CPI w okolice dolnego ograniczenia odchyłeń inflacji od celu NBP, głównie ze względu na efekt wysokiej bazy statystycznej sprzed roku. Inflacja CPI powróci do wzrostów w przyszłym roku, kiedy wskaźnik CPI zbliży się do celu banku centralnego. 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 podwyższyły odczyty inflacji.

Odmienny obraz procesów cenowych widać na poziomie przemysłu i budownictwa, gdzie presja inflacyjna narasta. Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł w lipcu 3,4% i pomijając czerwiec, kiedy wyniósł 3,7% r/r, był najwyższy od kwietnia 2017. Natomiast wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej wzrósł w lipcu do 3,1% r/r, poziomu najwyższego od listopada 2008. Rosnące ceny surowców, w połączeniu z podwyżkami płac przekładają się na rosnące ceny produkcji. Na wzrost presji kosztowej oraz rosnące ceny produktów sprzedanych zwracają uwagę przedsiębiorcy z sektora przemysłu także w ramach badania PMI. Na podwyższonej presji inflacyjną w przemyśle i budownictwie wskazują też badania koniunktury GUS. W handlu detalicznym i usługach subindeksy odzwierciedlające przewidywane ceny również utrzymują się na podwyższonych poziomach, choć w ostatnich miesiącach nieco się obniżyły.

Powakacyjny brak zmian w retoryce RPP

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Podejrzewam, że do końca 2019 r. z bardzo dużym prawdopodobieństwem stopy będą stabilne. W 2020 r. jest większa doza niepewności (...) i zakładając, że się coś dramatycznie na zewnątrz nie zmieni, szczególnie w Niemczech i w Europejskim Banku Centralnym, to w pierwszy, drugi kwartał 2020 też tak wejdziemy, a może do końca (roku)”. (5.09.2018)
Grażyna Ancyparowicz	„Jeżeli nie będzie żadnych zagrożeń zewnętrznych, a raczej ich nie widzę, to w polityce pieniężnej nie powinny nastąpić żadne zmiany i Rada może utrzymać stabilne stopy procentowe przez całą kadencję”. (17.07.2018)
Eugeniusz Gatnar	„(...) Retorykę można by zmieniać już jesienią, bo wtedy, wraz z początkiem cyklu wyborczego, zobaczymy bardziej wyraźne żądania płacowe, a pierwszy sygnał w postaci podwyżki o 25 pb Rada powinna wystąpić na początku przyszłego roku” (19.07.2018)
Lukasz 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	„(...) scenariusz utrzymywania stóp procentowych (w Polsce) jest na razie bardziej prawdopodobny”. (14.08.2018)
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)
Rafał Sura	„(...) prawdopodobieństwo stabilizacji stóp proc. przez cały 2019 jest bardzo duże”. (30.07.2018)
Kamil Zubelewicz	„Tak długo, jak inflacja nie będzie przebiegać w sposób zauważalny celu (inflacyjnego - PAP), tak długo obawiam się, że stopy pozostaną niezmiennione”. (07.09.2018)
Jerzy Żyżyński	„Jesteśmy poniżej (celu inflacyjnego - PAP). Nie ma powodu, by ingerować w to co się dzieje w gospodarce”. (5.09.2018)

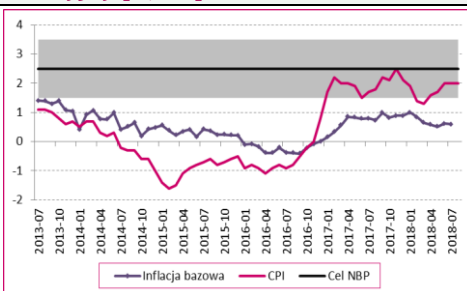
Źródło: PAP

POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała na powakacyjnym posiedzeniu dotychczasowe poziomy stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego. Stopa referencyjna pozostaje zatem historycznie niska i wynosi 1,5%. Komunikat po posiedzeniu nie przyniósł niespodzianek. W ocenie Rady bieżące dane i prognozy wskazują na korzystne perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce, choć oczekuje się nieznacznego spowolnienia tempa wzrostu PKB w kolejnych latach. Jednocześnie inflacja CPI będzie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej utrzymywała się w pobliżu celu inflacyjnego. W rezultacie, w ocenie RPP obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz równowagi makroekonomicznej.

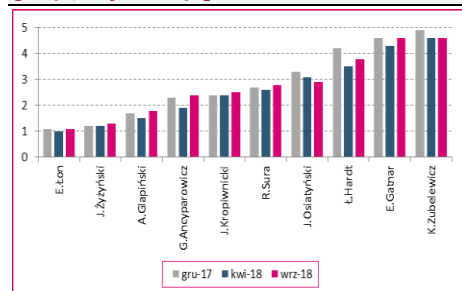
Podczas konferencji po posiedzeniu Prezes NBP A.Glapiński stwierdził, że spowolnienie wzrostu inwestycji z 8,1% r/r w 1Q 2018 do 4,5% r/r w 2Q 2018 nie budzi niepokoju, aczkolwiek jego zdaniem szczyt aktywności gospodarczej w Polsce w tym cyklu koniunkturalnym został już osiągnięty. Prezes podkreślił również, że zawirowania na rynkach finansowych Turcji i Argentyny nie zostały przeniesione do Europy Środkowej. Wobec takich uwarunkowań stwierdził ponownie, że nie widzi obecnie podstaw do zmian stóp procentowych w tym, jak i przyszłym roku. Zaznaczył również, że jego zdaniem koszt pieniądza nie ulegnie zmianie także w 2020 r., a stabilizacja stóp procentowych przez długi czas jest zaletą polskiej gospodarki, gdyż zapewnia jej przewidywalność. Inny członek Rady K.Zubelewicz, oceniany jako jeden z jastrzębi w tym gremium, stwierdził, że dopóki inflacja trwale nie przekroczy celu inflacyjnego NBP to do podwyżki kosztu pieniądza w Polsce nie dojdzie.

Wykres 19 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny [% , r/r]



Źródło: Macrobond

Wykres 20 Jastrzębomierz PAP [1-gołąb, 5-jastrzęb]



Źródło: PAP Biznes

Komunikat, a także wypowiedzi prezesa NBP i innych obecnych na konferencji po posiedzeniu członków Rady nie zmieniają jej dotychczasowej retoryki i nie dostarczają nowych informacji dla oceny perspektyw polityki pieniężnej. Nie jest to zaskoczeniem, gdyż scenariusz makroekonomiczny przedstawiony w projekcji lipcowej w dużej mierze materializuje się - szybkemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy niska presja inflacyjna. Większość członków Rady będzie zatem dążyła do stabilizacji stóp procentowych w Polsce przez dłuższy czas. Brak zmian parametrów polityki pieniężnej przez najbliższe kilka kwartałów jest tym bardziej prawdopodobny, że część członków Rady traktuje cel inflacyjny symetrycznie, co oznacza ich tolerancję na narastanie presji cenowej w Polsce.

Konsekwentnie łagodne nastawienie Rady Polityki Pieniężnej wpłynęło na rewizję prognoz części analityków rynkowych dotyczących stóp procentowych NBP. W najnowszej ankiecie PAP Biznes już połowa ośrodków zakłada stabilizację kosztu pieniądza do końca 2019 r. podczas gdy w kwietniu br. na taki scenariusz wskazywały 3 z 20 ankietowanych ośrodków. Co ciekawe, w tym samym czasie uległy zmianie oceny analityków dotyczące nastawienia poszczególnych członków Rady, która, według najnowszego Jastrzębomierza PAP, stała się mniej gołąbia.

Powrót deficytu w budżecie państwa po lipcu

Koszty obsługi długu odpowiedzialne za pogorszenie salda budżetu

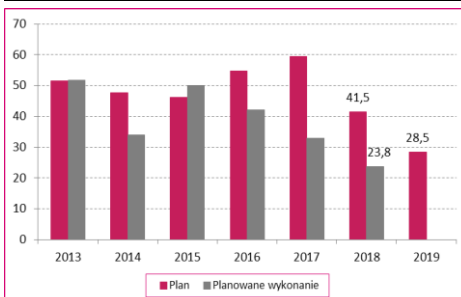
Założenia do przyszłorocznego budżetu państwa oceniamy jako realistyczne

POLITYKA FISKALNA

Po nadwyżkach budżetowych w pierwszej połowie tego roku, lipiec przyniósł wyraźne pogorszenie kondycji budżetu. Z nadwyżki wartości 9,5 mld PLN saldo budżetu przesunęło się na stronę deficytu, który po lipcu wyniósł 859 mln PLN. Oznacza to, że w samym lipcu budżet zamknął się deficytem wartości 10,4 mld PLN, co jest najgorszym wynikiem dla tego miesiąca w historii dostępnych danych. Nie stanowi to jednak zagrożenia dla realizacji budżetu w całym roku, gdyż deficyt będzie znacznie niższy niż zapisane w ustawie budżetowej 41,5 mld PLN i według planowanego wykonania wyniesie ok. 25 mld PLN.

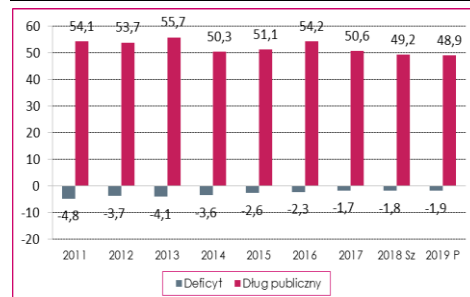
Pogorszenie salda budżetu w stosunku do czerwca to w głównej mierze efekt wzrostu kosztów obsługi długu, które w samym lipcu wyniosły aż 11,7 mld PLN i były o 70% wyższe niż przed rokiem. Według informacji minister finansów T. Czerwińskiej to w dużej mierze efekt operacji swapowych, które spowodowały przesunięcie części kosztów obsługi zadłużenia z kolejnych miesięcy. Znacznie niższa niż przed rokiem jest natomiast dotacja do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (-21,8% r/r w okresie styczeń-lipiec), czemu sprzyja rekordowo niskie bezrobocie oraz napływ imigrantów na polski rynek pracy. Po stronie dochodowej budżetu uwagę zwraca wyhamowanie dynamiki wzrostu wpływów z VAT, które w okresie styczeń-lipiec były o zaledwie 2,8% wyższe niż przed rokiem, a w samym lipcu obniżyły się o 6,8% r/r. Wyhamowanie dynamiki wpływów z VAT to częściowo efekt wysokiej bazy sprzed roku, kiedy narastały pozytywne skutki uszczelnienia systemu podatkowego, ale także przyspieszonych zwrotów podatku VAT. W całym roku MinFin planuje realizację dochodów budżetowych na poziomie 367,4 mld PLN, tj. 11,7 mld PLN więcej niż zapisane w ustawie budżetowej. Sytuacja tegorocznego budżetu pozostaje dobra, a jego realizacja nie wydaje się być zagrożona.

Wykres 21 Deficyt budżetu państwa [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 22 Dług publiczny i deficyt sektora finansów publ. [% PKB]

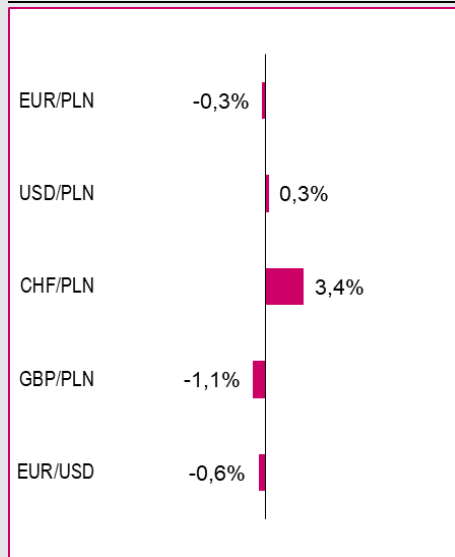


Źródło: Macrobond

W projekcie budżetu na rok 2019 założono deficyt na poziomie 28,5 mld PLN przy wydatkach wynoszących 415,4 mld PLN oraz dochodach na poziomie 386,9 mld PLN. W stosunku do planowanego wykonania oznacza to wzrost dochodów o 5,3%, natomiast wydatków o 4,6%. Wzrost wydatków nie przekroczy dynamiki nominalnego PKB, co oznacza spadek ich relacji do PKB z 18,9% szacowanych w tym roku do 18,6% w roku 2019. To bardzo ostrożne założenie, szczególnie jeśli weźmie się pod uwagę kalendarz wyborczy. Nieznacznie obniży się także relacja dochodów budżetowych do PKB, która w roku 2019 wyniesie 17,3% wobec 17,5% spodziewanych w tym roku. Założenia dotyczące planowanych wpływów podatkowych wydają się w naszej ocenie realistyczne, tym bardziej, że scenariusz makroekonomiczny przyjęty do szacowania dochodów także ocenić można jako wyważone. Przyjęte dalsze przyspieszenie dynamiki wpływów z podatku VAT, w warunkach spowalniającej dynamiki konsumpcji prywatnej można ocenić optymistycznie, jednak ewentualne przeszacowanie wpływów z VAT nie jest znaczne i nie wpływa na ogólną ocenę wykonania budżetu. Przy braku negatywnych szoków popytowych realizacja przyszłorocznego budżetu nie powinna być obciążona dużym ryzykiem, jednak w przypadku spowolnienia globalnej koniunktury budżet ma ograniczoną przestrzeń absorpcji negatywnych szoków. Krótkoterminowe perspektywy finansów publicznych pozostają korzystne, jednak w średnim okresie będą pod coraz większą presją, ze względu na słabnący wzrost gospodarczy i negatywne tendencje demograficzne.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

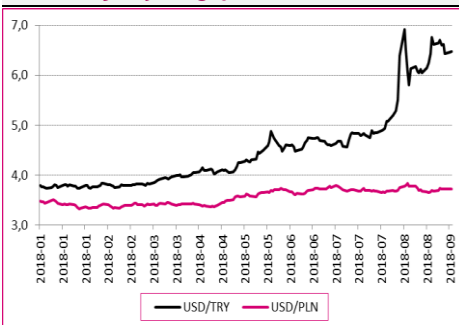
Wykres 23 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

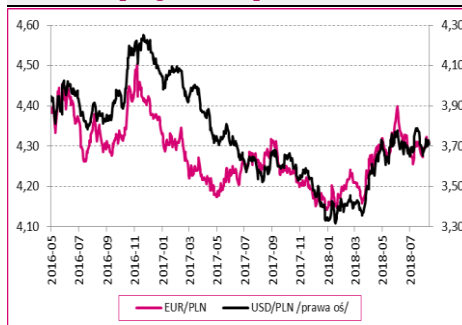
Przez większość lipca i cały sierpień kurs EUR/PLN poruszał się w przedziale 4,25 - 4,35 co należy uznać za przejaw stabilności wyceny polskiej waluty, w szczególności na tle pozostałych walut rynków wschodzących, które w ostatnich tygodniach przeżywały silne zawirowania. Podczas, gdy zmienność wahań EUR/PLN w omawianym okresie wyniosła około 2%, to w przypadku pary EUR/TRY aż 53%. Kłopoty tureckiej liry mające źródło w czynnikach lokalnych - przede wszystkim w słabnącej gospodarce, centralizacji władzy oraz napięciach dyplomatycznych ze Stanami Zjednoczonymi - jedynie w niewielkim stopniu przekładały się na wycenę złotego. Perturbacje obserwowane były także wśród nieco bardziej egzotycznych walut rynków wschodzących jak argentyńskie peso, brazylijski real, czy indonezyjska rupia. Groźba bankructwa Argentyny spowodowała masową ucieczkę kapitału z tamtejszego rynku doprowadzając do gwałtownego osłabienia peso do historycznego minimum wartości. Sytuację uspokoiła dopiero decyzja banku centralnego Argentyny, który podniósł podstawową stopę procentową z 45% do 60%. Indonezyjska rupia osłabiła się względem dolara do minimum z 1998 roku, czyli kryzysu azjatyckiego. W reakcji bank centralny Indonezji zdecydował się na zmasowaną interwencję na rynku walutowym oraz obligacji.

Wykres 24 Notowania złotego i tureckiej liry względem dolara



Źródło: Macrobond

Wykres 25 Notowania EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Macrobond

Złoty pozostaje relatywnie odporny na zawirowania w Turcji

Mimo, iż turecka lira oraz polski złoty należą do jednego koszyka walut emerging markets, to sytuacja gospodarcza obu krajów różni się od siebie znacząco. By wskazać źródło obecnych kłopotów tureckiej gospodarki należy cofnąć się o 15 lat. Od 2003 roku, gdy R.T.Erdogan objął stanowisko premiera rozpoczął się intensywny rozwój tureckiej gospodarki. Problemem było jednak to, że ekspansywny rozwój finansowany był kredytem w walutach obcych - głównie dolarach - co stopniowo uniezależniło tamtejszą gospodarkę od zagranicznego finansowania. Prowadziło to również do systematycznego narastania nierównowag makroekonomicznych. Poważnym problemem tureckiej gospodarki jest permanentny deficyt na rachunku obrotów bieżących - wynoszący obecnie ponad 5% PKB. Dotychczas nierównowaga w tureckim handlu finansowana była przez inwestycje zagraniczne, jednak od nieudanej próby puczu w 2016 roku inwestorzy stali się bardziej ostrożni. Niewystarczające w stosunku do potrzeb są natomiast rezerwy walutowe banku centralnego Turcji.

Kolejnym problemem tureckiej gospodarki jest inflacja i związana z nią polityka pieniężna. W Turcji inflacja ma dwucyfrowy charakter, a po wygranych w czerwcu wyborach prezydent Erdogan - przeciwnik podwyżek stóp procentowych - ogłosił, iż zamierza wziąć większą odpowiedzialność za politykę pieniężną. Dla inwestorów był to kolejny sygnał autorytarnych zapędów przywódcy Turcji, co dodatkowo pogłębiło kłopoty tego kraju.

Zapalnikiem obecnych turbulencji rynkowych stał się kryzys dyplomatyczny pomiędzy Waszyngtonem i Ankarą związany z zastosowaniem aresztu domowego dla mieszkającego w Turcji amerykańskiego pastora. A.Brunson uznawany jest o szpiegostwo i udział w udaremnionym w 2016 zamachu stanu. W reakcji na uwięzienie swojego obywatela Stany Zjednoczone podwoiły cła na turecką stal i aluminium, co doprowadziło do trwającej obecnie zapaści tureckiej waluty. Znalazło to również odzwierciedlenie w notowaniach kontraktów CDS. Koszt ubezpieczenia od bankructwa Turcji jest dziś na najwyższym poziomie od dekady.

Sytuacja polskiej gospodarki prezentuje się natomiast zgoła odmiennie. W Polsce deficyt na rachunku obrotów bieżących jest zrównoważony, poziom zadłużenia zagranicznego relatywnie niewielki, inflacja znajduje się poniżej celu niezależnego banku centralnego. Z tych powodów uważamy, iż osłabienie złotego wynikające z turbulencji na rynku tureckim jest przejściowe.

Podtrzymujemy naszą prognozę, iż na koniec roku kurs EUR/PLN wyniesie 4,26

Bieżący bilans szans i zagrożeń złotego oceniamy jako asymetryczny z przewagą argumentów przemawiających za osłabieniem polskiej waluty. Sentyment inwestycyjny - z uwagi na lokalne kłopoty części państw koszyka *emerging markets* - nie sprzyja bowiem angażowaniu się inwestorów w bardziej ryzykowne aktywa. Negatywną presję wywiera ponadto kwestia wojen handlowych na świecie, która poprzez wzrost awersji do ryzyka negatywnie odbija się na wycenie złotego oraz pozostałych walut rynków wschodzących. Z tego powodu uważamy, iż w krótkim terminie kurs EUR/PLN może dalej zwyżkować, jednak przy braku nowych negatywnych impulsów notowania nie powinny wykroczyć poza przedział 4,35 - 4,37. W miarę stabilizowania się sytuacji w Turcji, czy Argentynie rynek ponownie większą wagę będzie koncentrował na fundamentach gospodarek. Mimo, iż uważamy, że szczyt aktywności gospodarczej w tym cyklu koniunktury polska gospodarka ma już za sobą, to nadal jej wyniki pozytywnie wyróżniają ją na tle europejskim. Sądymy, iż inwestorzy mogą w większym niż dotychczas stopniu angażować się w polskie aktywa niedowierzając natomiast waluty m.in. Turcji. Z tego też powodu podtrzymujemy naszą prognozę, iż na koniec roku kurs EUR/PLN wyniesie 4,26. Przed nami jednak okres umiarkowanych zawirowań w wycenie polskiej waluty. Z pewnością większa wrażliwość złotego to efekt łagodnej retoryki Rady Polityki Pieniężnej i wydłużonego okresu stabilnych stóp procentowych. Sprawia on, iż krajowe dane makroekonomiczne - mimo pozytywnej wymowy - mają obecnie mniejsze znaczenie niż dominujący sentyment globalny.

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

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

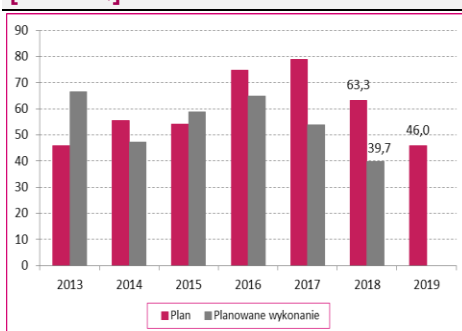
Lipiec i sierpień były miesiącami stabilizacji notowań krajowego długu wzdłuż całej krzywej. O ile w przypadku 2-letniego benchmarku - najsilniej powiązanego z perspektywami polityki pieniężnej - taka sytuacja nie dziwi biorąc pod uwagę wydłużony okres stabilnych stóp procentowych, o tyle w przypadku długiego końca krzywej w większym stopniu zależy od wielu czynników zewnętrznych. Notowania obligacji na bazowych rynkach długu sprzyjały podobnemu zachowaniu polskich 10-latek. W minionych dwóch miesiącach dochodowość krajowego długiego końca krzywej koncentrowała się wokół poziomu 3,14% odchylając się o maksymalnie 6 bps. Z tego powodu nie doszło do zmian w spreadzie pomiędzy krajowym długiem, a obligacjami niemieckimi. Kształtował się on na poziomie 280 bps. Jakikolwiek negatywne informacje z otoczenia zewnętrznego były równoważone wpływem komunikatów Ministerstwa Finansów o malejącej podaży obligacji oraz sprawnej realizacji potrzeb pożyczkowych wspierających wycenę SPW.

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

IX 2017			IX 2018	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
14.09.17	zamiana obligacji			
28.09.17	nie odbył się			
06.09.18			OK0720/ PS0123/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528	4,0
20.09.18			przetarg zamiany	

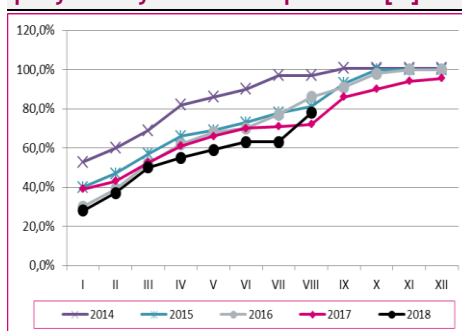
Źródło: MinFin

Wykres 26 Potrzeby pożyczkowe netto [mld PLN]



Źródło: Datastream, opracowanie własne

Wykres 27 Realizacja potrzeb pożyczkowych budżetu państwa [%]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Uważamy, iż polski dług może w przyspieszonym tempie zyskiwać na wartości

Dość nieoczekiwanie w świetle ponad 2-miesięcznej stabilizacji notowań 10-letniego benchmarku ostatnie dni przyniosły wyraźną zwyżkę dochodowości. Z poziomu 3,14% wokół którego notowania oscylowały niemal od czerwca rentowność długiego końca krzywej wzrósł do 3,31%. Mimo, iż takie tempo uznajemy za nadmierne, to negatywne emocje towarzyszące bardziej ryzykownym aktywom rynków wschodzących są wciąż żywe. Najbliższe dni mogą przynieść zatem nasilenie bieżących tendencji. Uważamy jednak, iż w kolejnych tygodniach natomiast polski dług może w przyspieszonym tempie zyskiwać na wartości, gdyż nadal sprzyja temu sytuacja fundamentalna tj. ograniczanie podaży przez Ministerstwo Finansów. Na koniec września Ministerstwo Finansów przedstawi podaż obligacji na czwarty kwartał tego roku. Powinna ona być zbliżona do tej z drugiego kwartału, gdy resort finansów sprzedał obligacje łącznie za

Stosunkowo niewielka podaż długu w ostatnich miesiącach tego roku powinna stanowić wsparcie dla wzrostu cen SPW

7,24 mld PLN (wraz z aukcjami zamiany było to 21,5 mld PLN). W pierwszych trzech miesiącach tego roku Ministerstwo Finansów sprzedało natomiast papiery o wartości 24 mld PLN, a wraz z aukcjami uzupełniającymi ok. 25,8 mld PLN. Z kolei wraz z aukcjami zamiany MinFin sprzedał obligacje za łącznie 31 mld PLN.

Stosunkowo niewielka podaż w ostatnich miesiącach tego roku powinna stanowić umiarkowane wsparcie dla wzrostu cen SPW. Sytuacji nie powinno pogorszyć prefinansowanie potrzeb na 2019 rok, które odbywać się będzie głównie poprzez podstawowy instrument, czyli przetargi zamiany. W minionym miesiącu przedstawiciel resortu finansów poinformował, iż MinFin będzie dążył do wyniku uzyskiwanego w poprzednich latach tj. 20-30% prefinansowania. Dotychczas udało się to w wymiarze 6%. Wsparciem dla wyceny SPW w kolejnych miesiącach stanowić będzie także polityka pieniężna w Japonii, która powinna pozostać łagodna. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów w przypadku zagranicznych inwestorów, Japończycy są największą grupą, jeśli chodzi o posiadanie obligacji skarbowych w polskim złotym.

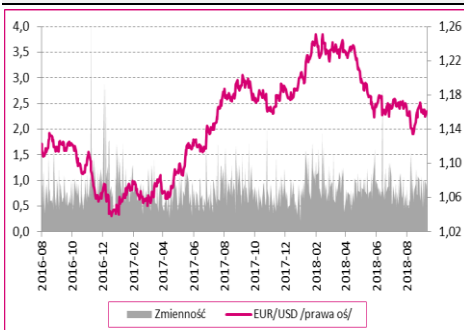
Podsumowując uważamy, iż wraz z uspokojeniem sytuacji na rynkach *emerging markets* polski dług powinien powrócić na niższe poziomy rentowności. W przypadku 10-latki szacujemy, iż prawdopodobna jest zniżka dochodowości do poziomu 3,20%. Wraz ze zbliżaniem się do końca roku może natomiast wzrastać presja na stopniową wyżkę rentowności wyłącznie z uwagi na czynniki zewnętrzne - normalizacja polityki pieniężnej w USA, możliwa podwyższona awersja do ryzyka z uwagi na wojny handlowe itp. W rezultacie za najbardziej prawdopodobny scenariusz uważamy stopniowe wystramianie się krzywej dochodowości począwszy od czwartego kwartału.

Eurodolar podlegał gwałtownym wahaniom podczas minionego miesiąca

RYNKI ZAGRANICZNE

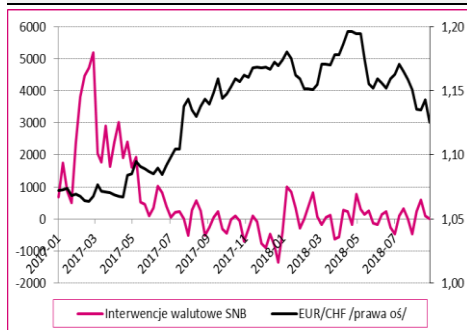
Mimo, iż kurs EUR/USD niemal nie zmienił się licząc od początku lipca do końca sierpnia, to podlegał gwałtownym wahaniom szczególnie podczas minionego miesiąca. Z poziomu 1,17 na początku sierpnia notowania w szybkim tempie, bo w zaledwie dwa tygodnie obniżyły się do poziomu 1,13 tj. rocznego minimum. Źródłem prodolarowego sentymentu na świecie był wzrost napięcia na linii Stany Zjednoczone - Turcja oraz towarzysząca temu podwyższona awersja do ryzyka. Umocnienie amerykańskiej waluty było jednak krótkotrwałe, gdyż na koniec sierpnia notowania EUR/USD powróciły do poziomu 1,17. Zdecydowanie bardziej jednoznaczny przebieg miały wakacyjne notowania franka szwajcarskiego, który systematycznie zyskiwał na wartości. W konsekwencji kurs EUR/CHF obniżył się z poziomu 1,17 w połowie lipca do 1,1184 w pierwszych dniach września, czyli 13-miesięcznego minimum. Frank, który postrzegany jest jako waluta *safe-haven* był preferowaną przez inwestorów walutą w obliczu utrzymującej się awersji do ryzyka związanej z obawami w związku z protekcjonizmem w handlu, turbulencjami na rynkach wschodzących oraz groźbą nieuporządkowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

Wykres 28 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Datastream

Wykres 29 Interwencje walutowe SNB [mln CHF] oraz kurs EUR/CHF



Źródło: Macrobond

Kwestia stóp procentowych w USA i EMU jest obecnie dla rynków drugoplanowa

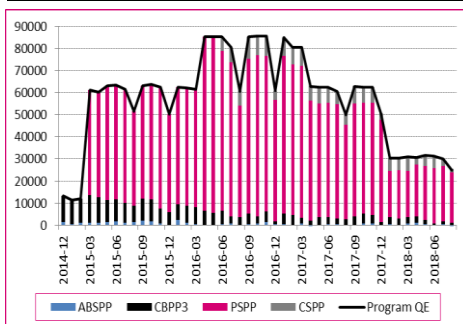
Z uwagi na fakt, iż perspektywy polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro zostały jasno określone - w tym roku spodziewane są dodatkowe dwie podwyżki stóp procentowych Fed, z kolei do wzrostu kosztu pieniądza w EMU dojdzie najwcześniej w 3Q 2019 - temat stóp procentowych stał się dla rynków drugoplanowy. Z tego powodu ograniczony wpływ będą miały także publikowane dane makroekonomiczne z USA i strefy euro. Dobrym przykładem jest tu niedawna seria

W naszej ocenie notowania eurodolara narażone będą na wysoki poziom ryzyka politycznego

zaskakująco dobrych odczytów ze Stanów Zjednoczonych (m.in. wieloletnie maksima indeksów koniunktury ISM, czy dynamika płacy godzinowej), która nie była w stanie w istotny sposób wpłynąć na wartość dolara. Tym co w naszej ocenie w nadchodzących tygodniach będzie decydowało o kierunku notowań EUR/USD będzie kwestia wojen handlowych oraz umowa dotycząca warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. W kierunku mocniejszego dolara oddziaływać mogą ponadto każdorazowe epizody związane ze wzrostem ryzyka geopolitycznego jako konsekwencja możliwych wydarzeń na Bliskim Wschodzie, w Korei Północnej, czy państwach południa Europy.

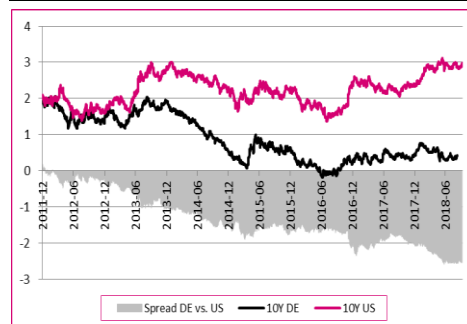
Podsumowując, w naszej ocenie notowania eurodolara narażone będą na wysoki poziom ryzyka politycznego (negocjacje handlowe, umowa ws. Brexitu, sytuacja w Syrii), co czyni je mniej przewidywalnym i dużo bardziej wahlwym. Dolar będzie premiowany jako tzw. bezpieczna przystań każdorazowo w przypadku wzrostu awersji do ryzyka, z wyłączeniem sytuacji, gdy Stany Zjednoczone będą nakładały kolejne karne cła na swoich partnerów handlowych, ponieważ będą to działania szkodzące amerykańskiej koniunkturze. W takim przypadku, kapitał z zwiększoną siłą będzie płynął w kierunku szwajcarskiego franka kosztem dolara.

Wykres 30 Wartość programu skupu aktywów w strefie euro [mln EUR]



Źródło: Datastream

Wykres 31 Notowania 10-latk USA i Niemiec oraz spread [%]



Źródło: Datastream

Notowaniom długoterminowego długu na rynkach bazowych towarzyszyła stabilizacja

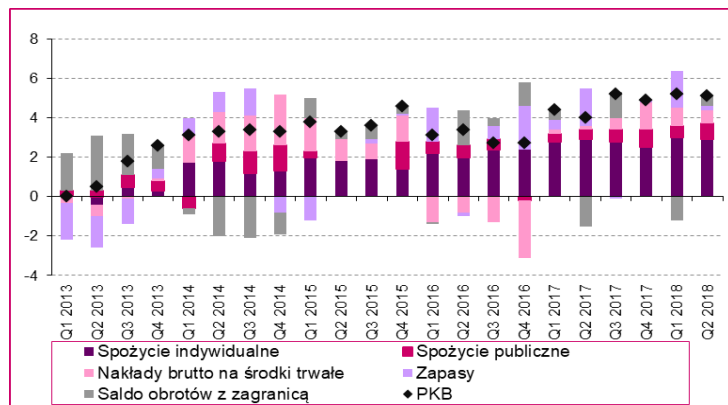
Notowaniom długoterminowego długu na rynkach bazowych towarzyszyła stabilizacja. Dochodowość 10-latk amerykańskiej od końca maja porusza się w przedziale 2,75 - 3,00%. Z kolei rentowność Bunda od czterech miesięcy oscyluje w trendzie 0,30 - 0,50%. Z tego powodu znaczącej zmianie nie uległ od połowy drugiego kwartału spread pomiędzy tymi papierami. W łagodnie wystromionym trendzie pozostawały natomiast notowania krótkoterminowego długu USA. Ma to związek z perspektywami polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, a dokładniej z planowanymi przez Fed jeszcze dwoma podwyżkami stóp procentowych w tym roku. Z tego powodu krzywa amerykańska w sierpniu była najbardziej płaska od jedenastu lat. Różnica w dochodowości 10- i 2-latk USA wyniosła zaledwie 19 bps.

Nie uważamy, by mogło dojść do trwałego wybicia z 4-miesięcznych trendów bocznych

Mimo, iż bieżące notowania Bunda i amerykańskiej 10-latk zmiernają ku górnym ograniczeniom wspomnianych wcześniej przedziałów, to nie uważamy, by mogło dojść do trwałego wybicia z 4-miesięcznych trendów bocznych. W naszej ocenie wymagałoby to zmiany perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro lub Stanach Zjednoczonych, co jest mało prawdopodobne. Zapotrzebowania na tzw. bezpieczne aktywa utrzymać będzie wciąż powracająca kwestia światowych wojen handlowych oraz możliwa w obliczu historycznych maksimów korekta na amerykańskiej giełdzie. Dopuszczamy co prawda naruszenie psychologicznej bariery 3,00% w notowaniach Treasuries i 0,50% w przypadku Bunda jednak wiązałoby się to z kumulacją kilku pozytywnych czynników, jak choćby uspokojenia kwestii handlowych, uporządkowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, czy poprawy koniunktury w strefie euro. Zaistnienie powyższych kwestii w krótkim czasie nie jest jednak naszym scenariuszem bazowym.

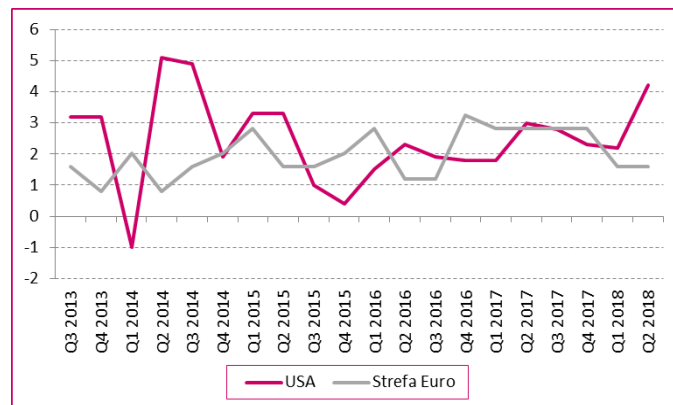
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 32 Dekompozycja wzrostu PKB r/r [pkt. proc.]



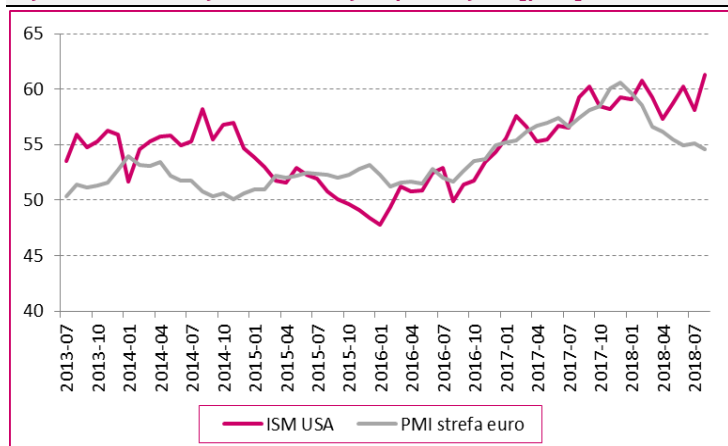
Źródło: Datastream

Wykres 33 Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



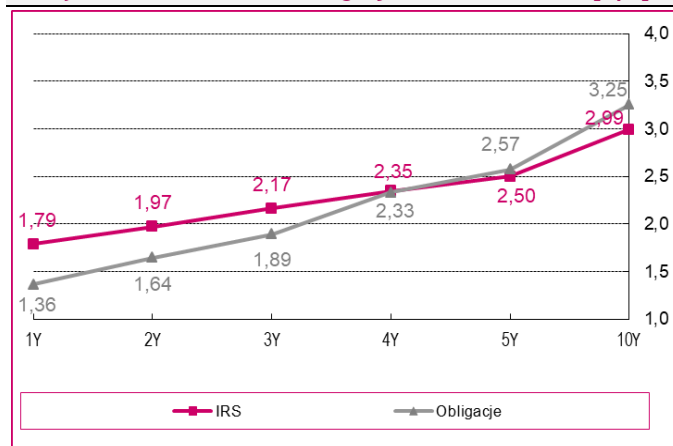
Źródło: Datastream

Wykres 34 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



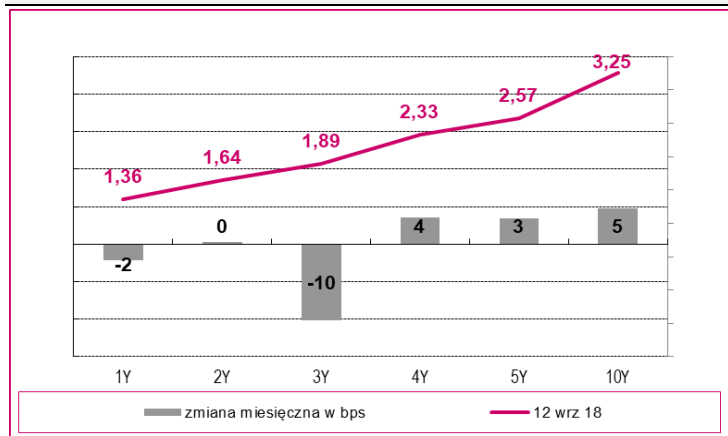
Źródło: Datastream

Wykres 35 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



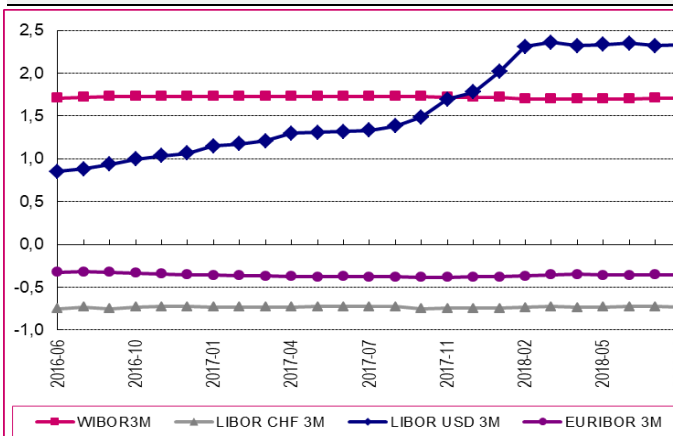
Źródło: Thomson Reuters

Wykres 36 Miesięczna zmiana dochodowości polskiej krzywej [%]



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 37 Notowania WIBOR 3M, LIBOR CHF 3M, EURIBOR 3M i LIBOR USD 3M [%]



Źródło: Thomson Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18
Inflacja- CPI (% r/r)	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,7
Inflacja bazowa (% r/r)	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8
Ceny producenta - PPI (% r/r)	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	2,7	2,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,7	6,6	7,3	7,5	
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,8	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	4,2	3,6
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	5,2	7,7	7,7	8,8	4,0	6,1	8,2	7,1	6,8	6,8
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-847	1955	-782	-785	-90	169	-240	-1005	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,9	2,7	9,0	9,1	-	-
Import (EUR, % r/r)	10,9	16,7	8,1	1,4	11,1	1,5	10,2	12,9	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,9	7,6
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,5	3,5
Stopa bezrobocia (%)	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8
	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 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)	1,65	1,65	1,65	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,70
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,63
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,30	3,62	3,35	3,17	3,08	3,28	3,21	3,19	3,18	3,24
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,29
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,70
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16

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	2109,8
PKB (wzrost realny, %)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,8
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	4,7
Inwestycje (wzrost realny, %)	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	3,4	6,1
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	6,0
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

Wrzesień / Październik

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
			13 GE: CPI PL: CPI, rachunek obrotów bieżących EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych US: CPI	14 EZ: bilans handlowy PL: inflacja bazowa, decyzja Moody's w sprawie ratingu US: sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeks uniwersytetu Michigan
17 EZ: CPI	18 PL: płace, zatrudnienie	19 PL: produkcja przemysłowa, PPI US: sprzedaż detaliczna, pozwolenia na budowę	20 PL: opis posiedzenia banku centralnego US: sprzedaż domów na rynku wtórnym	21 GE: wstępne PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępne PMI w przemyśle i usługach PL: sprzedaż detaliczna US: wstępne PMI w przemyśle i usługach
24 GE: IFO PL: podaż pieniądza M3	25 PL: stopa bezrobocia US: indeks Conference Board	26 US: sprzedaż nowych domów, decyzja w sprawie stóp procentowych	27 GE: CPI US: PKB, sprzedaż domów na rynku wtórnym	28 EZ: CPI, inflacja bazowa US: inflacja bazowa PCE, dochody i wydatki prywatne, indeks uniwersytetu Michigan
01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia US: PMI w przemyśle, ISM w przemyśle	02 EZ: PPI	03 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: raport ADP, ISM w usługach, PMI w usługach PL: decyzja w sprawie stóp procentowych	04 US: zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku	05 GE: PPI US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, płaca godzinowa, stopa bezrobocia
08 GE: produkcja przemysłowa EZ: indeks Sentix	09 GE: bilans handlowy	10 US: PPI	11 US: CPI, inflacja bazowa	12 GE: CPI EZ: produkcja przemysłowa US: indeks uniwersytetu Michigan PL: decyzja S&P i Fitch w sprawie ratingu US: decyzja Moody's w sprawie ratingu

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

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek 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.