

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska
Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

12 lutego 2016

Podsumowanie miesiąca

- Wstępny szacunek wzrostu gospodarczego w 2015r. na poziomie 3,6% wobec 3,3% w roku 2014 okazał się nieco lepszy od oczekiwań. Oznacza to, że w całym Q4 dynamika PKB zbliżyła się do 4% r/r. Wzrost gospodarczy w ubiegłym roku był nie tylko solidny, ale także zrównoważony i napędzany zarówno konsumpcją, jak i inwestycjami. Dobrą kondycję polskiej gospodarki w końcówce minionego roku potwierdziły też dane miesięczne za grudzień. Dynamiki produkcji przemysłowej, a także sprzedaży detalicznej były znacznie wyższe od oczekiwań. W tym roku polska gospodarka w naszej ocenie utrzyma się na ścieżce wzrostu, a dynamika PKB w całym 2016 powinna być zbliżona do wyniku z roku 2015. Głównym motorem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, która poza czynnikami fundamentalnymi będzie dodatkowo wspierana zwiększonymi transferami socjalnymi. Na ścieżce wzrostowej powinny utrzymać się także inwestycje, choć z badania koniunktury NBP wynika, że pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw, będące efektem zwiększonej niepewności co do przyszłych warunków gospodarowania w związku z zapowiadanyymi przez rząd zmianami w polityce gospodarczej, może wpłynąć na rewizję planów inwestycyjnych przedsiębiorstw.
- Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła na posiedzeniu w lutym stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną równą 1,50%. Podobnie jak w poprzednich dwóch miesiącach, w komunikacie znalazło się zdanie, że Rada nie zmienia stóp, uznając, że ich obecny ich poziom sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz makroekonomicznej równowagi, co dobitnie wyraża przekonanie Rady, że nie ma obecnie potrzeby zmiany stóp procentowych. Dodatkowo, tak jak w styczniu, Rada oceniła, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji i wzrostu będzie możliwa po zapoznaniu się z marcową projekcją NBP. Nowa Rada będzie zapewne bardziej gotówką od ustępującej, jednak wypowiedzi już powołanych członków sugerują, że przyjmą oni ostrożną postawę i nie będą zaczynali urzędowania od obniżki stóp procentowych. Zakładamy, że pomimo utrzymującej się deflacji, stopy procentowe nie zostaną zmienione w najbliższym czasie. Argumentem za stabilizacją stóp jest postępujące ożywienie gospodarcze oraz ryzyka dla stabilności sektora finansowego wynikające z kolejnego cięcia oprocentowania, którego wpływ na poziom inflacji będzie z kolei znikomy. Nie bez znaczenia jest też podwyższona zmienność na rynku walutowym i słaby złoty.
- Styczeń to okres systematycznej przeceny polskiej waluty w relacji do euro. Kurs EUR/PLN w zaledwie trzy tygodnie nowego roku wzrósł z poziomu 4,25 do 4,51 tj. 4-letniego maksimum w związku z rosnącą awersją do ryzyka na światowych rynkach, nasilaną obawami o skalę hamowania chińskiej gospodarki. Sentymentu do walut emerging markets nie poprawiały zawirowania na rynku południowoafrykańskiego randa, czy argentyńskiego peso. Co ciekawe relatywnie spokojny przebieg miały styczniowe notowania węgierskiego forinta, który względem euro ostabiał się jedynie w pierwszej połowie ubiegłego miesiąca, a w drugiej odrobił straty z nawiązką. W rezultacie złoty, obok argentyńskiego i meksykańskiego peso, czy rosyjskiego rubla po styczniu znalazł się w gronie najgorzej radzących sobie walut na świecie.

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

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

| | Aktualny poziom | Data kolejnego posiedzenia | Oczekiwana decyzja |
|--------------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| FED - Federal Funds Rate | 0,25%-0,50% | 15-16 mar | 0,25%-0,50% |
| SNB - LIBOR target (przedział i cel) | -1,25 - -0,25% (-0,75%) | 17 mar | -1,25 - -0,25% (-0,75%) |
| ECB - stopa referencyjna | 0,05% | 10 mar | 0,05% |
| NBP - stopa referencyjna | 1,50% | 10-11 mar | 1,50% |

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Wzrost gospodarczy w 2015 roku przyspieszył do 3,6%

Dobrą koniunkturę w ostatnich miesiącach minionego roku potwierdziły dane o produkcji przemysłowej

Wyraźne odbicie sprzedaży detalicznej w grudniu

Mocne podstawy wzrostu gospodarczego w krótkim terminie

Wstępny szacunek wzrostu gospodarczego w 2015r. na poziomie 3,6% wobec 3,3% w roku 2014 okazał się nieco lepszy od oczekiwań. Oznacza to, że w całym Q4 dynamika PKB zbliżyła się do 4% r/r i według naszych szacunków wyniosła 3,8% r/r. Końcówka roku przyniosła zatem poprawę koniunktury gospodarczej w stosunku do trzeciego kwartału, kiedy wzrost wyniósł 3,5% r/r. Wzrost gospodarczy w ubiegłym roku był nie tylko solidny, ale także zrównoważony. Jak wskazywały dane za wcześniejsze kwartały, motorem wzrostu w roku 2015 była zarówno konsumpcja, która wzrosła o 3,1% po wzroście o 2,6% przed rokiem, jak i inwestycje w środki trwałe, których dynamika wyhamowała do 6,1% z 9,8% w 2014r.

Dobrą kondycję polskiej gospodarki w końcówce minionego roku potwierdziły też dane miesięczne za grudzień. Dynamika produkcji przemysłowej wyniosła w grudniu 6,7% r/r, wyhamowując nieznacznie w stosunku do wyniku listopada, kiedy jej wzrost wyniósł 7,8% r/r. Dane grudniowe znajdowały się pod wpływem czynników sezonowych, jednak eliminując ich wpływ wzrost wyniósł solidne 4,0% r/r wobec wzrostu o 5,2% r/r w listopadzie. Ożywienie w przemyśle jest szerokie, a wzrost w ujęciu rok do roku odnotowano w 27 z 34 branż. Największy wzrost, podobnie jak przed miesiącem, odnotowano w produkcji pozostałego sprzętu transportowego. Jest to częściowo efekt jednorazowy, związany z realizacją dużych zamówień na tabor kolejowy. Popyt na polskie towary jest wciąż silny i to zarówno zagraniczny jak i krajowy.

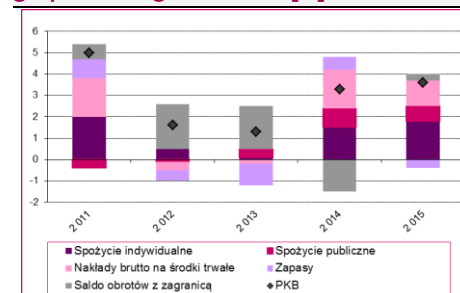
Korzystne trendy w zakresie popytu krajowego potwierdziły dane o sprzedaży detalicznej, która wzrosła w grudniu nominalnie o 4,9% r/r wobec 3,3% r/r w listopadzie. W ujęciu realnym natomiast sprzedaż zwiększyła się o 7,0% r/r, i był to najlepszy wynik od kwietnia 2014 r. Z wyłączeniem najbardziej zmiennych pozycji, paliw i aut, sprzedaż wzrosła w ujęciu nominalnym o blisko 12% r/r. Wskazuje to na fundamentalne podstawy poprawy konsumpcji, która wspierana jest przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy i rosnące dochody realne, czemu pomaga też przedłużająca się deflacja. Korzystne otoczenie makroekonomiczne wpływa na poprawę nastrojów gospodarstw domowych, wspierając wyniki konsumpcji prywatnej. Wskaźnik koniunktury konsumenckiej opracowany przez GUS wzrósł w styczniu nieznacznie, a poprawa objęła wszystkie jego składowe, w tym także skłonność do dokonywania ważnych zakupów.

Wykres 1 Produkcja przemysłowa [% r/r] oraz indeks PMI [pkt.]



Źródło: GUS, Reuters

Wykres 2 Struktura wzrostu gospodarczego w Polsce [%]



Źródło: GUS

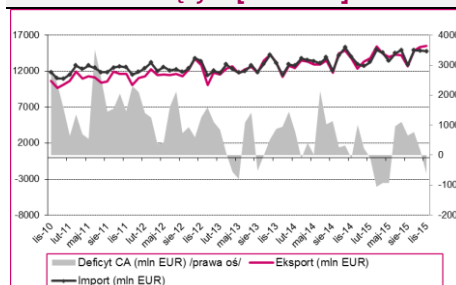
W tym roku polska gospodarka utrzyma się na ścieżce wzrostu, a dynamika PKB w całym 2016 powinna być zbliżona do wyniku z roku 2015. Głównym motorem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, która poza czynnikami fundamentalnymi będzie dodatkowo wspierana zwiększonymi transferami socjalnymi (dodatek wychowawczy na dzieci, dodatki dla emerytów). W trendzie wzrostowym powinny utrzymać się także inwestycje, choć ich dynamika w naszej ocenie wyhamuje nieznacznie w stosunku do wyniku z roku 2015. Wygaśnięcie funduszy unijnych z perspektywy 2007-2013, a jednocześnie wciąż wstępny charakter prac nad wnioskami z nowej perspektywy finansowej 2014-2020, spowoduje ograniczenie skali inwestycji infrastrukturalnych. Rosnąć powinny natomiast inwestycje prywatne, szczególnie w zakresie inwestycji w maszyny i urządzenia, wspierane przed dobre wyniki finansowe i wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych. Pewnym ryzykiem w tym zakresie, wskazywanym w badaniu koniunktury NBP, jest pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw, na co wpływ ma

Bilans płatniczy wykazał w listopadzie zaskakującą nadwyżkę w kwocie 620 mln EUR

zwiększona niepewność co do przyszłych warunków gospodarowania, związana m.in. z zapowiadanymi przez rząd zmianami w polityce fiskalnej. Utrzymanie się takiej sytuacji może wpłynąć na rewizję planów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Aktualnym ryzykiem dla wzrostu w Polsce pozostaje niepewność co do sytuacji w chińskiej gospodarce, choć niski udział eksportu do Państwa Środka powoduje, iż bezpośrednie negatywne skutki gorszej koniunktury w Chinach będą miały w Polsce ograniczony zakres.

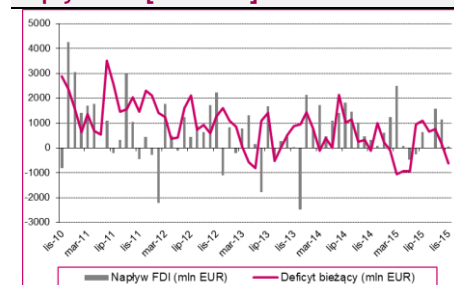
Bilans płatniczy wykazał w listopadzie zaskakującą nadwyżkę w kwocie 620 mln EUR wobec deficytu 164 mln EUR miesiąc wcześniej. W listopadzie odnotowano solidny wzrost eksportu, który wyrażony w EUR zwiększył się o 12,6% r/r. Import był natomiast o 5,4% r/r wyższy niż przed rokiem. Widać, że popyt na polskie towary pozostaje silny, pomimo zawirowań w gospodarce globalnej, które mają wpływ na kondycję naszych partnerów handlowych. W kierunku ograniczenia wartości nominalnej importu działają natomiast ceny ropy naftowej (co widać w miesięcznym spadku importu towarów). Saldo rachunku wymiany towarowej było dodatnie, równe 756 mln EUR, co jest najlepszym wynikiem w historii miesięcznych danych (od 2010r).

Wykres 3 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]



Źródło: NBP

Wykres 4 Saldo rachunku bieżącego i napływ FDI [mln EUR]



Źródło: NBP

Gospodarka znajduje się w równowadze, a jej uzależnienie od zewnętrznych źródeł finansowania się nie pogłębia

Bilans płatniczy nie wykazuje obecnie żadnych oznak narastania nierównowag zewnętrznych. Po Q3 deficyt bieżący skumulowany za ostatnie 12 miesięcy stanowił 0,5% PKB, szacujemy że po listopadzie relacja ta spadła do 0,3% PKB. Tak niski deficyt jest z nawiązką finansowany przez napływ stabilnego finansowania na rachunku kapitałowym. Oznacza to, że gospodarka znajduje się w równowadze, a jej uzależnienie od zewnętrznych źródeł finansowania się nie pogłębia. W 2016r., szczególnie w drugiej połowie, spodziewamy się pogłębienia deficytu bieżącego, w wyniku wzrostu popytu konsumpcyjnego, m.in. za sprawą wprowadzenia miesięcznych dodatków na drugie i kolejne dziecko w rodzinie w kwocie 500 PLN. Mimo to deficyt bieżący, powinien on pozostać na niskim, bezpiecznym dla gospodarki poziomie.

Sytuacja na rynku pracy była pod koniec 2015r. najlepsza od 2008r.

Sytuacja na rynku pracy była pod koniec 2015r. najlepsza od 2008r., a stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec roku po raz drugi w historii była niższa niż 10% i wyniosła 9,8%. W grudniu bezrobocie nieznacznie wzrosło, o 0,2 pkt. proc., jednak po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym utrzymał się trend spadkowy bezrobocia. I to pomimo tego, że przełom roku to z reguły trudny czas na rynku pracy, gdyż nie są podejmowane prace sezonowe. Stopa bezrobocia rejestrowanego w grudniu była o 1,6 pkt. proc. niższa niż przed rokiem, wg. szacunków MRPiPS wynika, że podobny spadek w ujęciu rok do roku odnotowano w styczniu 2016r., kiedy bezrobocie wyniosło 10,3%.

Dane grudniowe potwierdzają istnienie napięć na rynku pracy

Dane grudniowe potwierdzają istnienie napięć na rynku pracy. Z jednej strony popyt na prace jest silny, na co wskazuje wzrost liczby ofert pracy zgłoszonych w urzędach o 43,2% r/r oraz wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw o 1,4% r/r. Liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych nie zmieniła się w porównaniu z grudniem 2014r., liczba wyrejestrowań spadła o 3,5% r/r, jednak liczba bezrobotnych wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy była o 10,9% wyższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Liczba bezrobotnych przypadających na ofertę pracy wyniosła w grudniu niemal 20 wobec 12 we wrześniu, jednak po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wskaźnik ten systematycznie spada, co sugerować może narastanie problemów ze znalezieniem pracowników.

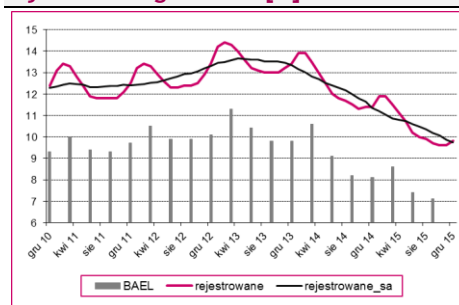
Pomimo tych problemów presja na wzrost płac pozostaje umiarkowana. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w grudniu o 3,1% r/r po wdrożeniu

Makro i rynek

raport miesięczny

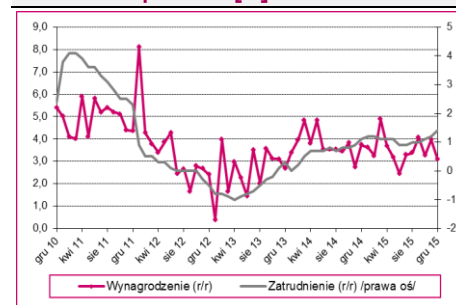
4,0% w listopadzie. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w Q4 było o 3,4% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, w gospodarce narodowej wynagrodzenie wzrosło o 3,2% r/r do 4066,95 PLN. Niska dynamika wynagrodzeń jest zapewne związana ze zjawiskiem deflacji, która wpiera siłę nabywczą nominalnej płacy. Widoczne są jednak zmiany strukturalne, które polegają na spadku zatrudnienia w górnictwie, gdzie przeciętna płaca jest o połowę wyższa od średniej w gospodarce a wzrost zatrudnienia w niskopłatnych usługach.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: GUS, obliczenia własne

Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przeds. [%]



Źródło: GUS

Skala zatrudnienia na umowy „śmieciowe” jest niewielka i zjawisko to nie zatrzyma narastającej presji na wzrost płac w gospodarce

Na niską siłę przetargową pracowników, która może ograniczać tempo wzrostu płac, może wskazywać obserwowany w ostatnich latach wzrost popularności nietypowych form zatrudnienia. Z badania GUS poświęconego tej tematyce wynika, że w Q4 2014r. 700 tys. osób, czyli 4,4% ogółu pracujących wykonywało taką pracę na umowę cywilnoprawną lub w ramach samozatrudnienia jako swoją pracę główną. 80,2% osób podejmuje taką pracę nie z własnego wyboru. Skala zatrudnienia na umowy „śmieciowe” jest jednak niewielka i zjawisko to nie zatrzyma narastającej presji na wzrost płac w gospodarce.

Spadające ceny ropy spowalniają wygasanie deflacji w Polsce

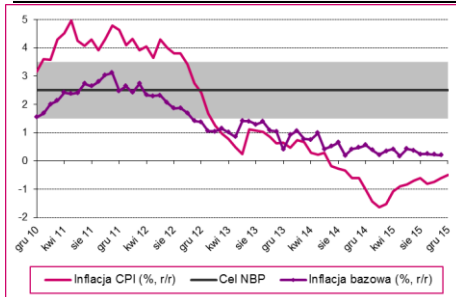
Proces wygasania deflacji postępuje, choć w powolnym tempie. W grudniu ub. roku wskaźnik CPI wzrósł nieznacznie do -0,5% r/r z -0,6% r/r w listopadzie. Oznacza to, że w całym roku inflacja wyniosła średnio -0,9% wobec 0,0% w roku 2014. W skali miesiąca ceny w gospodarce spadły o 0,2%, na co w głównej mierze wpłynęły taniejące paliwa. Procesy cenowe w polskiej gospodarce pozostają pod dominującym wpływem czynników podażowych. Wolniejsze od oczekiwań wygasanie deflacji to wciąż w dużej mierze efekt czynników podażowych. W samym grudniu ceny paliw do prywatnych środków transportu obniżyły się o 2,6%, choć w skali roku ze względu na efekt bazy statystycznej ich spadek wyhamował do 20,8% z 22,8% miesiąc wcześniej. W ujemne rejony powróciła też roczna dynamika cen żywności, która w grudniu ub. roku wyniosła -0,1%. W skali miesiąca ceny żywności obniżyły się o 0,1%, co nie jest typowe dla tego miesiąca. Inflacja bazowa utrzymała się w grudniu na poziomie z poprzedniego miesiąca. Wszystkie liczone przez NBP miary utrzymały się na poziomie z listopada. Główna z nich, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wynosi 0,2% r/r. Presja cenowa w polskiej gospodarce pozostaje zatem marginalna.

W kolejnych miesiącach proces wygasania deflacji powinien postępować, jednak będzie on wolniejszy w stosunku do oczekiwań sprzed miesiąca

To właśnie czynniki podażowe, a przede wszystkim ceny paliw powodują, że proces wychodzenia z deflacji wydłuża się. Na początku tego roku pogłębiły się spadki cen ropy naftowej, która w połowie stycznia osiągnęła poziom 27 USD za baryłkę, tj. najniższy od połowy 2003r. W stosunku do końca minionego roku oznacza to zniżkę o niemal 1/3. Ze względu na taniejące paliwa wskaźnik CPI w najbliższych miesiącach utrzyma się poniżej zera. Według naszych szacunków w styczniu wyniósł, podobnie jak w grudniu ub. roku, -0,5% r/r. W kolejnych miesiącach proces wygasania deflacji powinien postępować, jednak będzie on wolniejszy w stosunku do oczekiwań sprzed miesiąca. Inflacja powinna powrócić do wartości dodatnich w Q2. Wyraźniejsze przyspieszenie inflacji nastąpić powinno w drugiej połowie tego roku na co nałożą się efekty niskiej bazy statystycznej w związku z silnymi spadkami cen ropy naftowej, narastająca stopniowo presja płacowa, a także zwiększona konsumpcja prywatna w następstwie uruchomienia wypłat świadczeń w ramach programu Rodzina 500+ i nieco słabszy w stosunku do pierwotnych oczekiwań złoty. Szczególnie, że spadki cen ropy wyhamowały, a od dołka w połowie stycznia cena za baryłkę ropy Brent wzrosła o blisko 15%. Ceny surowców pozostaną niskie, choć aktualne prognozy Międzynarodowej Agencji Energii wskazują, że zwyżka cen ropy w najbliższych kwartałach będzie miała ograniczony zakres. W dalszym jednak ciągu wskaźnik CPI utrzymywać się będzie

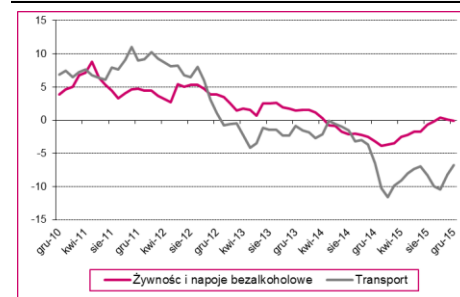
wyrażnie poniżej celu banku centralnego, a w tym roku nie przekroczy jego dolnej granicy.

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



Źródło: GUS, NBP

Wykres 8 Zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych [% r/r]



Źródło: GUS

Efekty bazowe wyhamowują deflację w przemyśle

Wyraźniejsze wyhamowanie deflacji nastąpiło w sektorze przemysłu. Wskaźnik PPI wzrósł w grudniu do minus 0,8% r/r z minus 1,8% r/r w listopadzie. W dużym stopniu był to efekt niskiej bazy statystycznej ze względu na silny spadek cen surowców przemysłowych w grudniu 2014r. Presja cenowa na poziomie producentów pozostaje niska. W badaniach PMI przedsiębiorcy wskazywali na dalsze spadki cen wyrobów gotowych, czemu sprzyjały niższe koszty produkcji w związku ze spadkami cen surowców, ale także wysoka presja konkurencyjna.

POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła na posiedzeniu w lutym stopy procentowe na niezmiennym poziomie

Pełniejsza ocena perspektyw inflacji i wzrostu będzie możliwa po zapoznaniu się z marcową projekcją NBP

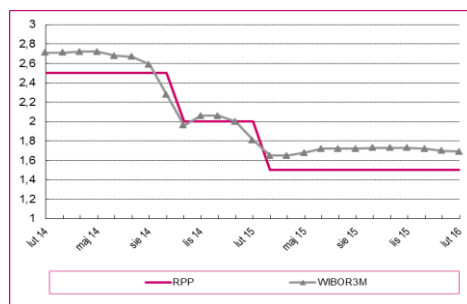
Lutowe posiedzenie RPP obydło się w niepełnym składzie

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła na posiedzeniu w lutym stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną równą 1,50%. Podobnie jak w poprzednich dwóch miesiącach, w komunikacie znalazło się zdanie, że Rada nie zmienia stóp, uznając, że ich obecny poziom sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz makroekonomicznej równowagi, co dobitnie wyraża przekonanie Rady, że nie ma obecnie potrzeby zmiany stóp procentowych. Dodatkowo, tak jak w styczniu, Rada oceniła, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji i wzrostu będzie możliwa po zapoznaniu się z marcową projekcją NBP.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na bardzo niski poziom cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie oczekiwane jest stopniowe przyspieszenie inflacji bazowej, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy. Marek Belka przyznał, że ostatnie spadki cen surowców zaskoczyły Radę. W komunikacie zawarte jest jednak zdanie, że utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotychczas negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Prezes Marek Belka powiedział, że nie ma wrażenia, by zbliżał się moment podwyżki stóp procentowych, nie widzi także zwiększających się perspektyw obniżki stóp w najbliższym czasie.

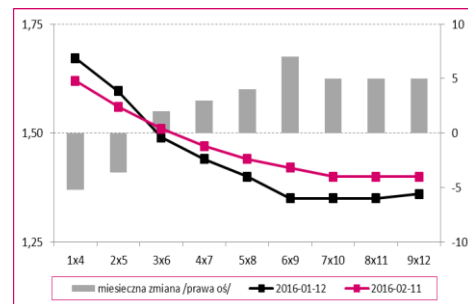
W lutym posiedzeniu udział wzięli nowi członkowie RPP powołani przez Senat: Eugeniusz Gatnar, Marek Chrzanowski i Jerzy Kropiwnicki. Posiedzenie nie odbywało się w pełnym składzie, ponieważ kadencja Andrzeja Bratkowskiego oraz Elżbiety Chojny-Duch wygasła 20 stycznia, natomiast powołani na ich miejsce przez Sejm: Grażyna Ancyparowicz oraz Eryk Łon złożyli przysięgę dopiero 9 lutego. Na posiedzeniu w marcu w dniach 10-11 marca powinna już obradować RPP w pełnym nowym składzie. Kadencja Anny Zielińskiej-Głębockiej upłynęła 9 lutego, w jej miejsce miał być powołany Henryk Wnorowski, jednak postawie PiS w ostatniej chwili wycofali swoje poparcie dla tego kandydata. Sejm odrzucił kandydaturę Mateusza Szczurka, którego zgłosiło PO. Nowy kandydat, prawdopodobnie Jerzy Żyżyński, powinien być zgłoszony przez postów PiS w przyszłym tygodniu. 19 lutego wygasa kadencja Adama Glapińskiego i Andrzeja Kaźmierczaka, kandydatów na ich miejsce powoła prezydent Andrzej Duda.

Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [% , r/r]



Źródło: NBP

Wykres 10 Notowania kontraktów FRA i ich zmiana miesięczna [bps]



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Nowa Rada będzie zapewne bardziej gołębia od obecnej, jednak wypowiedzi już powołanych członków sugerują, że przyjmą oni ostrożną postawę i nie będą zaczęli urzędowania od obniżki stóp procentowych

Nowa Rada na marcowym posiedzeniu zapozna się z projekcją, która prawdopodobnie pokaże niższy przebieg ścieżki inflacji niż w poprzedniej rundzie progностycznej, jednocześnie ścieżka PKB powinna być wyższa. Posiedzenie będzie się odbywało po posiedzeniu Rady Prezesów ECB, na którym oczekiwane jest dalsze luzowanie polityki monetarnej w strefie euro. Nowa Rada będzie zapewne bardziej gołębia od ustępującej, jednak wypowiedzi już powołanych członków sugerują, że przyjmą oni ostrożną postawę i nie będą zaczęli urzędowania od obniżki stóp procentowych. Zakładamy, że pomimo utrzymującej się deflacji, stopy procentowe nie zostaną zmienione w najbliższym czasie. Argumentem za stabilizacją stóp jest postępujące ożywienie gospodarcze oraz ryzyka dla stabilności sektora finansowego wynikające z kolejnego cięcia oprocentowania, którego wpływ na poziom inflacji będzie z kolei znikomy. Nie bez znaczenia jest też podwyższona zmienność na rynku walutowym i słaby złoty.

POLITYKA FISKALNA

Sejm uchwalił budżet na 2016 rok. Pomimo optymistycznych założeń makroekonomicznych ryzyko niewykonania niewielkie.

Podatek bankowy...

...oraz podatek od sprzedaży detalicznej sfinansują częściowo programy socjalne rządu

Pod koniec stycznia Sejm uchwalił ustawę budżetową na 2016 rok z deficytem na poziomie 54,7 mld PLN. Dochody założono na poziomie 313,8 mld PLN, zaś wydatki 368,5 mld PLN. Jak już wielokrotnie wskazywaliśmy tegoroczny budżet oparty został na optymistycznych założeniach makroekonomicznych, szczególnie w zakresie inflacji, która przyjęta została na poziomie 1,7%. Wzrost gospodarczy na poziomie 3,8% lokuje się nieco powyżej konsensusu rynkowego, jednak jest możliwy do zrealizowania. Pomimo przeszacowania wpływów podatkowych, realizacja tegorocznego budżetu nie jest obciążona wysokim ryzykiem. Jest to w głównej mierze efekt jednorazowych wpływów w postaci znacznie wyższej od założeń wpłaty z zysku NBP, a także wpłat za częstotliwości LTE. Zakładany na ten rok wzrost wydatków socjalnych (program Rodzina 500+), powinien być zatem sfinansowany w dużej mierze wspomnianymi powyżej wpływami, a także wprowadzonymi w tym roku podatkami sektorowymi.

Od lutego obowiązuje podatek od niektórych instytucji finansowych („podatek bankowy”), który ma przynieść budżetowi ok. 4,5 mld PLN. Podatek ma funkcję wyłącznie fiskalną i stanowi jedno ze źródeł finansowania zwiększonych wydatków socjalnych rządu. Skutki wprowadzenia podatku zostały jednoznacznie negatywnie ocenione przez Narodowy Bank Polski w najnowszym raporcie o stabilności finansowej.

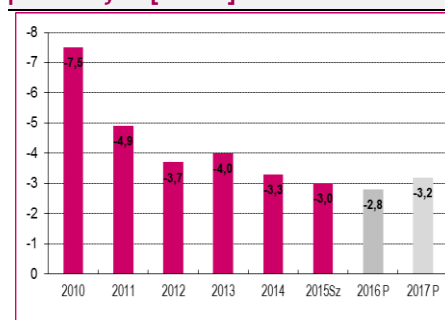
Komplikują się natomiast prace nad podatkiem od sprzedaży detalicznej, który powinien przynieść w tym roku ok. 1,5 mld PLN. Wersja zaprezentowana przez resort finansów zawierała dwie stawki podatku - 0,7% dla przychodów nieprzekraczających w miesiącu 300 mln PLN oraz 1,3% od nadwyżki ponad 300 mln PLN. Wyższą stawką miały być objęte przychody ze sprzedaży w weekendy i święta, odpowiednio 1,3% i 1,9%. Taki kształt projektu wzbudził protesty polskich kupców. Krytyczne uwagi przedstawiła też Komisja Europejska, która ma zastrzeżenia do progresji podatkowej, gdyż narusza traktat formujący Unię Europejską. Dodatkowo według Rządowego Centrum Legislacji część zapisów może być niezgodna z Konstytucją. MinFin będzie kontynuowało prace na podatkiem. Prawdopodobna jest redefinicja pojęcia podatnika, szczególnie w kontekście sieci franczyzowych oraz ujednoczenie stawki. Według zamierzeń rządu podatek ma wejść w życie 1 kwietnia. Narasta ryzyko opóźnień w jego implementacji, choć w opinii przedstawicieli rządu nie powinno to zagrozić realizacji budżetu.

Wykres 11 Dług sektora finansów publicznych [% PKB]



Źródło: GUS, Komisja Europejska

Wykres 12 Deficyt sektora finansów publicznych [% PKB]



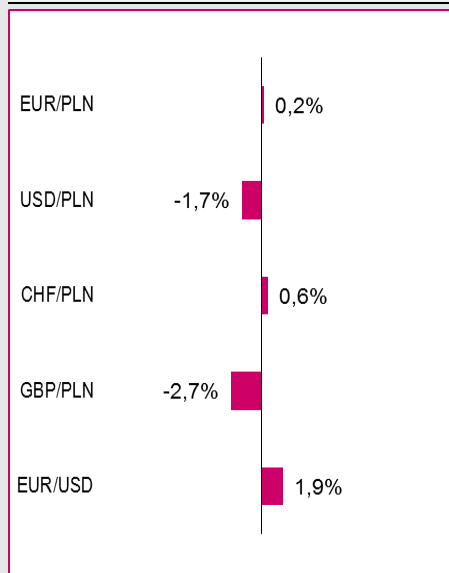
Źródło: GUS, Komisja Europejska

Głównym ryzykiem dla finansów publicznych pozostaje rok 2017 i kolejne

Jak już wielokrotnie wskazywaliśmy głównym ryzykiem w kontekście finansów publicznych pozostaje rok 2017 i kolejne. Pełny koszt wprowadzanych obecnie programów socjalnych i brak części dochodów o charakterze jednorazowym będą stanowiły obciążenie budżetu. Wskazały na to prognozy Komisji Europejskiej, w ocenie której deficyt sektora finansów publicznych w roku 2017 wzrośnie do 3,2% PKB z 2,8% PKB szacowanych w 2016r. Na zbliżonych poziomach kształtuje się deficyt strukturalny, co oznacza, że w sytuacji pogorszenia koniunktury wzrost deficytu będzie jeszcze większy. Zwiększa to ryzyko ponownego nałożenia na Polskę procedury nadmiernego deficytu, choć to ryzyko średnioterminowe, a nie najbliższa perspektywa. Na narastające ryzyka fiskalne skazywali też przedstawiciele agencji ratingowych. Dalsze pogarszanie się sytuacji finansów publicznych może zwiększyć presję na ratingi. W tym kontekście ważna może być publikacja aktualizacji Raportu o Konwergencji, która powinna być dostępna w kwietniu br.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

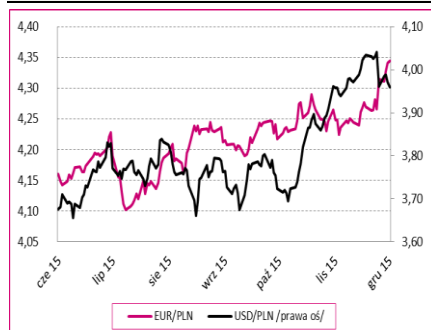


Źródło: Reuters

Styczeń to okres systematycznej przeceny polskiej waluty w relacji do euro. Kurs EUR/PLN w zaledwie trzy tygodnie nowego roku wzrósł z poziomu 4,25 do 4,51 tj. 4-letniego maksimum w związku z rosnącą awersją do ryzyka na światowych rynkach wynikającą z obawy o skalę hamowania chińskiej gospodarki. Sentymentu do walut emerging markets nie poprawiały zawirowania na rynku południowoafrykańskiego randa, czy argentyńskiego peso. Czynnikiem dodatkowo ograniczającym atrakcyjność polskiej waluty w oczach inwestorów pozostawały obawy dotyczące krajowej polityki fiskalnej oraz coraz bardziej krytyczne głosy międzynarodowych instytucji w sprawie bieżącej sytuacji politycznej w Polsce. Co ciekawe relatywnie spokojny przebieg miały styczniowe notowania węgierskiego forinta, który względem euro osłabiał się jedynie w pierwszej połowie ubiegłego miesiąca, a w drugiej odrobił straty z nawiązką. W rezultacie złoty, obok argentyńskiego i meksykańskiego peso, czy rosyjskiego rubla znalazł się po styczniu w gronie najgorzej radzących sobie walut na świecie. Z kolei węgierski forint wraz z norweską koroną i malezyjskim ringgitem wyróżniali się pozytywnie.

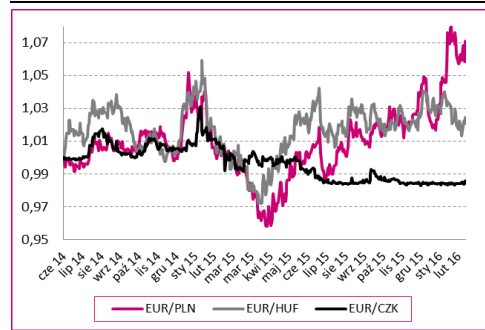
W minionym miesiącu szokiem dla rynku złotego okazała się decyzja agencji Standard and Poor's o pierwszej w historii obniżce ratingu Polski i nadaniu mu perspektywy negatywnej. W szybkim tempie kurs EUR/PLN wzrósł do poziomu 4,49, choć na otwarciu sesji notowany był ponad dziesięć groszy niżej. Próby ustabilizowania notowań złotego podjęli przedstawiciele NBP i Ministerstwa Finansów. Dobrą kondycję polskiej gospodarki podkreślał prezes M. Belka, który przyznał także, iż bank centralny zrobi wszystko, aby złoty był stabilny. Pozytywnie na wartość polskiej waluty podziałała ponadto wypowiedź ministra finansów, który stwierdził podczas pierwszej sesji po decyzji S&P, iż kurs EUR/PLN „się wyrówna” co można było odebrać jako zapowiedź możliwej interwencji walutowej. Nie bez znaczenia był także komentarz J. Osiatyńskiego z Rady Polityki Pieniężnej w ocenie którego wkrótce potrzebna może być zmiana nastawienia w RPP. Jego zdaniem, jeśli nastawienie się zmieni, podwyżki stóp będą bardziej prawdopodobne niż obniżki. Dodał, że złoty jest „wrażnie” niedowartościowany. Próby ustabilizowania kursu EUR/PLN przyniosły jedynie krótkotrwały skutek. W drugiej połowie miesiąca kurs EUR/PLN ponownie wzrósł do najwyższego od początku 2012 roku poziomu 4,50 na fali wypowiedzi Andrzeja Raczyńskiego z NBP, iż deflacja utrzyma się do czerwca, co nasiliło oczekiwania na możliwe obniżki kosztu pieniądza przez nową Radę Polityki Pieniężnej. Złoty trwale zaczął zyskiwać dopiero po tym jak Europejski Bank Centralny zaprezentował łagodną retorykę wskazując, iż w marcu Rada Prezesów przeanalizuje swoje nastawienie, a wicepremier M. Morawiecki stwierdził, że 4,10 - 4,40 jest pożądanym przedziałem notowań pary EUR/PLN. W rezultacie na koniec stycznia kurs EUR/PLN obniżył się do 4,41.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Reuters

Wykres 15 Notowania walut regionu [06.2014r. = 100]



Źródło: Reuters

W naszej ocenie złoty ma szansę umacniać się względem euro

W naszej ocenie złoty ma szansę umacniać się względem euro. Nasz scenariusz bazowy opiera się na założeniu stabilnych stóp procentowych w Polsce, złagodzeniu polityki pieniężnej w strefie euro oraz mniej agresywnych podwyżkach kosztu pieniądza w Stanach Zjednoczonych. Dostrzegamy jednak spore ryzyka pochodzące z możliwych zmian polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Obecnie poważnym źródłem ryzyka dla złotego i pozostałych walut rynków wschodzących jest

Na koniec 2016 roku szacujemy, iż kurs EUR/PLN osiągnie wartość 4,30

W styczniu 2-letni tenor wyznaczył historyczne minimum na poziomie 1,35%

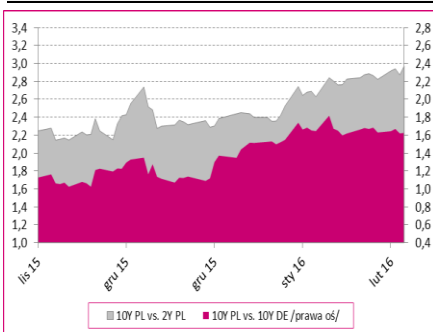
obawa o sytuację w chińskiej gospodarce i przełożenie pogorszenia koniunktury w Państwie Środka na globalne nastroje. Nie bez znaczenia dla apetytu na ryzyko będzie także rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie, po tym jak początek roku przyniósł eskalację konfliktu na linii Arabia Saudyjska - Iran. Jednym z problemów złotego w tym roku może okazać się ponadto sytuacja fiskalna w związku z koniecznością realizacji niektórych kosztownych reform gospodarczych. Skutkować to może napięciami budżetowymi, a w konsekwencji groźbą presji na cięcie ratingu związana także - jak wskazywały niektóre agencje ratingowe - z możliwym ograniczaniem niezależności niektórych instytucji państwowych przez rząd.

Podsumowując uważamy, iż pomimo wielu ryzyk złoty ma szansę umacniać się w relacji do euro, choć zakres aprecjacji pozostanie niewielki w stosunku do bieżących poziomów. Przejściowo możemy odnotowywać natomiast gwałtowne przeceny złotego w skrajnych przypadkach sięgające nawet poziom 4,80 PLN za EUR. Na koniec 2016 roku szacujemy jednak, iż kurs EUR/PLN osiągnie wartość 4,30.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

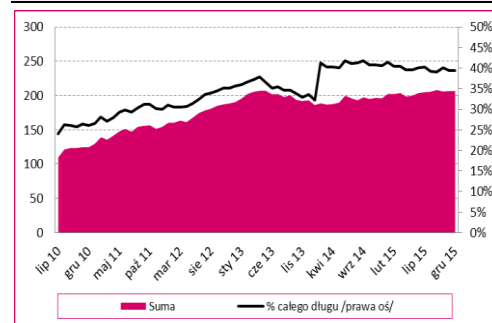
Styczeń na krajowym rynku długu miał dwie, odmienne odstony. Początkowo rentowność kontynuowała spadkowy trend zainaugurowany w grudniu 2015 roku poprawą sentymentu inwestycyjnego na świecie oraz spekulacjami na temat składu nowej Rady Polityki Pieniężnej, po której rynek z coraz mniejszym przekonaniem odnosił się do kwestii powrotu do łagodzenia polityki monetarnej w tym roku. Nie bez znaczenia dla spadku dochodowości w styczniu był także wpływ wyłączenia z opodatkowania tzw. "podatkiem bankowym" skarbowych papierów wartościowych. W rezultacie bankowa nadpłynność mająca dotychczas ulokowanie w bonach pieniężnych NBP transferowana była właśnie w obligacje skarbowe przyczyniając się do spadku ich rentowności. Skutkowało to wyznaczeniem przez 2-letni tenor historycznego minimum na poziomie 1,35%. Z kolei druga połowa ubiegłego miesiąca to okres dynamicznego wzrostu dochodowości wzdłuż całej krzywej. Przyczyną wyprzedzały SPW, poza pogorszeniem nastrojów pod wpływem obaw o spowolnienie w chińskiej gospodarce, były informacje agencji Moody's interpretowane przez rynek jako zapowiedź zbliżającego się cięcia perspektywy lub ratingu Polski. Dodatkowym źródłem spadku cen długu była informacja Ministerstwa Finansów, iż na ostatnim w styczniu przetargu zaoferowało obligacje serii OK1018, WZ0129, WZ0126 na kwotę 5,0 - 8,0 mld PLN, co oznaczało podwyższenie minimalnego poziomu sprzedaży o 1 mld PLN w stosunku do planu pierwotnego. W dwa tygodnie dochodowość 2-latek wzrosła o 22 bps do 1,58%, 5-latek aż o 49 bps do 2,51%, a długiego końca krzywej o 45 bps do 3,32% tj. maksimum z lipca 2015 roku.

Wykres 16 Spread polskich 10-latek do Bundów oraz krajowego długu [%]



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Wykres 17 Inwestorzy zagraniczni w strukturze zadłużenia w SPW [mld lewa oś]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Na koniec roku udział inwestorów zagranicznych posiadających SPW nie zmienił się i wyniósł 40,3%

Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów początek 2016 roku przyniósł ujemne saldo przepływów u inwestorów zagranicznych, co w istotnym stopniu związane było jednak z wykupem obligacji o wartości 8 mld PLN. P.Marczak z resortu finansów komentując natomiast grudniowe zmiany na rynku SPW podkreślił, iż na koniec roku udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu w obligacje nie zmienił się i wyniósł 40,3%. W tym czasie po raz kolejny wzrosło zaangażowanie banków centralnych (+1,0 mld PLN), głównie z Azji (+0,3 mld PLN) i Bliskiego Wschodu (+0,7 mld PLN). W strukturze geograficznej największe zmiany zaszły z kolei w grupie inwestorów z krajów strefy

Makro i rynek

raport miesięczny

W lutym RPP obradowała w częściowo zmienionym składzie

W krótkim terminie polskie obligacje mają szansę zyskiwać na wartości

Kurs EUR/USD przez cały miniony miesiąc koncentrował się wokół poziomu 1,09

euro (-2,7 mld PLN), Azji (+1,2 mld PLN) i europejskich krajów spoza strefy euro (+0,6 mld PLN).

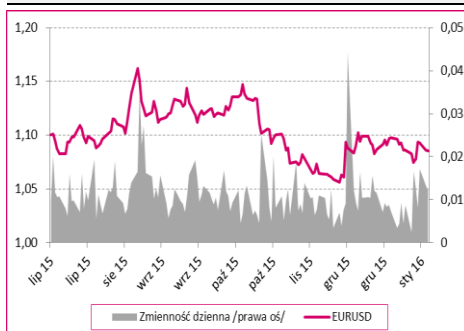
Emocji w notowaniach krajowego długu nie wzbudziło lutowe, prowadzone częściowo w nowym składzie osobowym, posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Podobnie jak w poprzednich miesiącach Rada nie zmieniała stóp utrzymując dotychczasową retorykę, choć prezes M. Belka przyznał, że ostatnie spadki cen surowców zaskoczyły RPP. Prezes NBP stwierdził ponadto, iż nie ma wrażeń, by zbliżał się moment podwyżki stóp procentowych i nie widzi także zwiększających się perspektyw obniżki stóp w najbliższym czasie. Mimo to rynek kontraktów FRA konsekwentnie wycenia cięcie stóp procentowych w najbliższych miesiącach w wymiarze 25 bps.

Nasz scenariusz bazowy opiera się na złagodzeniu polityki pieniężnej w strefie euro oraz mniej agresywnych podwyżkach kosztu pieniądza w Stanach Zjednoczonych. W krótkim terminie będą to czynniki wspierające wartość polskich obligacji. Wierzymy ponadto, iż groźba dalszego cięcia ratingu Polski nie zmaterializuje się. W tym czasie oczekujemy utrzymania się dochodowości krótkiego końca wokół poziomu 1,50% podczas gdy rentowność obligacji o 10-letnim terminie zapadalności prawdopodobnie obniży się poniżej 3,00%. Druga połowa roku natomiast w naszej ocenie będzie czasem stopniowego wzrostu presji na wyżkę dochodowości, ze szczególnym nasileniem na długim końcu krzywej. Związane to będzie z obawami dotyczącymi deficytu budżetowego na 2017 rok i możliwym dynamicznym powiększeniem potrzeb pożyczkowych na przyszły rok. Na koniec bieżącego roku prognozujemy zatem, iż dochodowość polskiej 10-latki wzrośnie do 3,40%, co przy relatywnie stabilnych notowaniach obligacji 2-letnich skupionych wokół poziomu 1,60% skutkować będzie nieznacznym wystromieniem krzywej SPW. W przypadku obligacji długoterminowych spodziewamy się systematycznego rozszerzenia spreadu krajowej 2-latki do 10-latki począwszy jednak od trzeciego kwartału 2016 roku, gdy prawdopodobnie łagodność polityki pieniężnej w strefie euro osiągnie swoje apogeum, a krajowy dług znajdzie się pod presją związaną z przyszłorocznym budżetem.

RYNKI ZAGRANICZNE

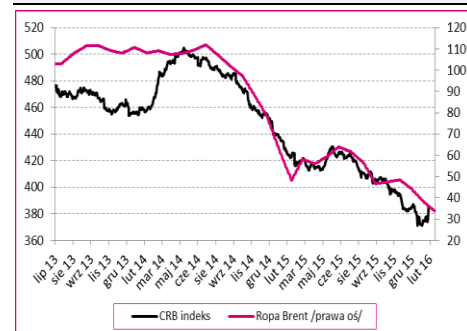
Początek roku nie przyniósł większych zmian w wycenie eurodolara. Kurs EUR/USD przez cały miniony miesiąc oscylował wokół poziomu 1,09. Pomimo wielu prób notowania bezskutecznie usiłował wybić powyżej poziomu 100-dniowej średniej. Wpływu na wycenę pary EUR/USD nie miały utrzymujące się obawy co do kondycji chińskiej gospodarki i przełożenia ewentualnego spowolnienia koniunktury w Państwie Środka na światową gospodarkę. Wycena dolara pozostawała stabilna mimo, iż amerykańskiej walucie nie sprzyjały wypowiedzi części przedstawicieli Fed. D. Lockhart z oddziału w Atlancie stwierdził, iż może nie być wystarczającej ilości danych, by uzasadnić kolejną podwyżkę stóp procentowych w USA. Dodatkowo w ocenie przedstawiciela Fed problemy Chin i wciąż niskie ceny ropy stanowią główne ryzyka dla perspektyw amerykańskiej gospodarki. Co również mogło zaskakiwać większej zmienności nie wywołały minutes z grudniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Mimo, iż opis wskazał, iż Rada Prezesów banku była sceptycznie nastawiona do dalszego łagodzenia polityki monetarnej, to nie wywołało to większej aprecjacji wspólnej waluty.

Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań [w centach]



Źródło: Reuters

Wykres 19 Notowania ropy naftowej oraz indeksu CRB



Źródło: Reuters

Makro i rynek

raport miesięczny

Styczeń to natomiast dynamiczne zmiany na rynku brytyjskiego funta, szwajcarskiego franka...

...oraz rynku ropy naftowej

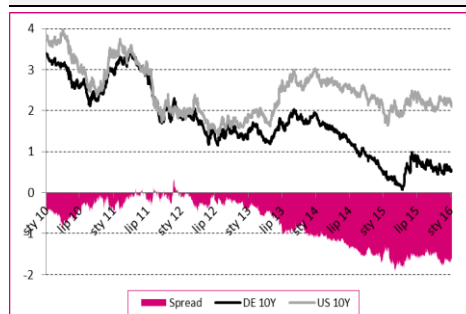
Nastawienie Fed do podwyżek stóp procentowych kluczowe dla kierunku notowań eurodolara

W międzyczasie podwyższoną zmiennością charakteryzowały się także notowania brytyjskiego funta, który w styczniu dość dynamicznie tracił na wartości. Rynek GBP pozostawał pod wpływem między innymi informacji weryfikujących oczekiwania na szybkie podwyżki stóp procentowych. W ubiegłym miesiącu prezes Banku Anglii nie pozostawił złudzeń stwierdzając, iż nie nastąpił jeszcze odpowiedni moment by podnosić koszt pieniądza. W reakcji kurs EUR/GBP wzrósł do rocznego maksimum, a GBP/USD spadł do minimum z połowy 2010 roku. W minionym miesiącu doszło ponadto do sporych wahań na rynku szwajcarskiego franka. Kurs EUR/CHF wzrósł do niemal 1,12 tj. maksimum z 15 stycznia 2015 roku tj. daty, gdy bank centralny Szwajcarii zrezygnował z obrony poziomu 1,20 CHF za EUR. Przecena franka związana była z wypowiedzią T.Jordana, który kolejny raz podkreślał przewartościowanie szwajcarskiej waluty, mimo osiągniętego w ostatnich miesiącach 8% osłabienia względem euro.

Omawiany okres to także dynamiczne zmiany na rynku ropy naftowej. W połowie stycznia cena baryłki Brent na poziomie 27,10 USD była najniższa od końca 2003 roku. Czynnikiem odpowiadającym za tak gwałtowne spadki cen niezmiennie było niedopasowanie, malejącego w obliczu pogorszenia globalnej koniunktury, popytu do podaży - rosnącej ze względu na próby ograniczania deficytów budżetowych w państwach największych wydobywców. Znaczący udział we wzroście podaży miał powrót irańskiej ropy na rynek, jako element porozumienia nuklearnego. Wzrost cen i powrót powyżej bariery 30 USD w drugiej połowie stycznia związany był natomiast z informacją o planowanym przez Rosję spotkaniu z Arabią Saudyjską na temat ograniczenia wydobycia surowca i prób dopasowania popytu do podaży.

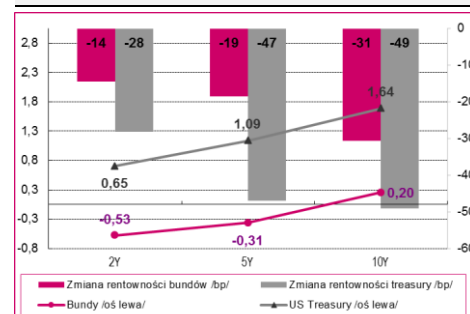
W ostatnich tygodniach trwa weryfikacja rynkowych oczekiwań, co do polityki pieniężnej największych banków centralnych świata. Wysoce prawdopodobne złagodzenie polityki monetarnej w strefie euro podczas marcowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego będzie istotnym czynnikiem sprzyjającym spadkowi notowań eurodolara w krótkim terminie. Obecnie wygast natomiast impuls przemawiający za spadkiem pary EUR/USD motywowany normalizacją polityki pieniężnej w USA. Po tym jak w grudniu, po raz pierwszy od dziewięciu lat Fed podniósł stopy procentowe i opublikował prognozy z których wynika, iż członkowie FOMC spodziewają się czterech kolejnych podwyżek kosztu pieniądza w tym roku, ostatnie słabsze dane z gospodarki USA i przecena ropy naftowej oddalająca osiągnięcie celu inflacyjnego sprawiają, iż rynek, a także część bankierów centralnych, powątpiewa w dalsze zacieśnianie polityki monetarnej. Z tego powodu kolejny raz oddaliła się zatem perspektywa osiągnięcia przez kurs EUR/USD parytetu. Uważamy zatem, iż najbliższe miesiące zakończą się umiarkowanym spadkiem notowań eurodolara będącego wynikiem głównie powrotem do łagodnego nastawienia EBC i ewentualnych okresów podwyższonej awersji do ryzyka premiującej wycenę dolara. W dłuższym horyzoncie niższa kursu EUR/USD napędzana będzie natomiast prawdopodobną kontynuacją podwyżek stóp procentowych w USA, choć w mniejszej skali niż sugerowałyby to grudniowe prognozy członków Fed.

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



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bondów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Rentowność amerykańskiej 10-latki obniżyła się od początku roku o 58 bps do 1,73% tj. rocznego minimum

Początek roku w ślad za awersją do ryzyka związaną między innymi z zawirowaniami na chińskim rynku finansowym przyniósł powrót do niższej rentowności zarówno niemieckiego, jak i amerykańskiego długu. Nie bez znaczenia dla spadkowego trendu dochodowości w tym czasie było złagodzenie retoryki Europejskiego Banku Centralnego, a także weryfikacja oczekiwań inwestorów, co do tempa i skali podwyżek kosztu pieniądza w Stanach Zjednoczonych. W rezultacie rentowność amerykańskiej

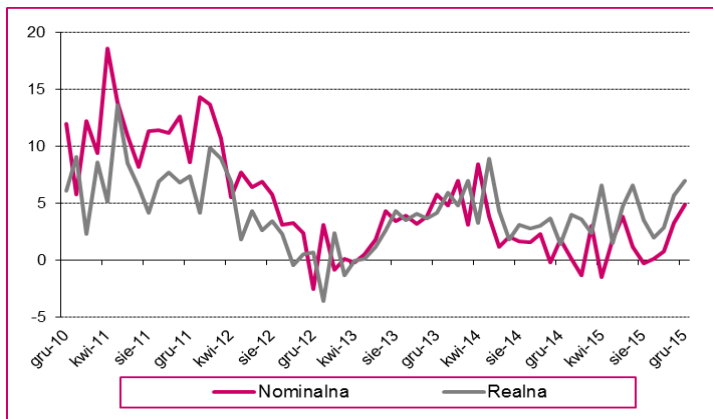
Czynnikiem, który może przesądzić o wyznaczeniu historycznego minimum rentowności Bunda będzie ewentualne pogorszenie sentymentu

10-latki obniżyła się od początku roku aż o 58 bps do 1,73% tj. rocznego minimum. Z kolei dochodowość Bunda zmalała w tym czasie o 34 bps do 0,22%, a 2-letniego Schatza o 18 bps do historycznego minimum na poziomie -0,52%. W tym miejscu warto również podkreślić złagodzenie polityki pieniężnej w Japonii. Pod koniec stycznia Bank Japonii zdecydował o wprowadzeniu ujemnej stopy depozytowej dla banków komercyjnych. Wywołało to gwałtowny spadek dochodowości obligacji kraju Kwitnącej Wiśni. Na początku lutego 10-letni dług Japonii po raz pierwszy w historii zniżył się do ujemnego poziomu. Był to także pierwszy przypadek, gdy obligacja o 10-letnim terminie zapadalności kraju grupy G7 osiągnęła ujemne poziomy.

Po tym jak nowy rok rozpoczął się od zmiany nastawienia Europejskiego Banku Centralnego szanse na powrót rentowności Bunda w okolice historycznego minimum znacząco wzrosły. Kluczowe w tej kwestii będzie nastawienie banku podczas marcowego posiedzenia, na którym Rada Prezesów przeanalizuje swoje dotychczasowe nastawienie. Prawdopodobne złagodzenie retoryki wraz z możliwym podjęciem nowych działań łagodzenia polityki monetarnej z pewnością zwiększy zainteresowanie inwestorów niemieckim długiem. Czynnikiem, który może jednak przesądzić o wyznaczeniu historycznego minimum rentowności Bunda będzie ewentualne pogorszenie sentymentu między innymi pod wpływem utrzymujących się obaw o globalną koniunkturę, czy jak pokazały ostatnie dni o stabilność sektora bankowego w Europie. Tak jak podkreślaliśmy wcześniej złagodzenie dotychczasowego stanowiska przez część członków Fed nie pozostawało bez wpływu na wycenę amerykańskiego długu, w szczególności, iż gołębie komentarze połączone były ze słabszymi od konsensusu danymi z gospodarki USA. Poczyniony od początku roku zakres spadku obligacji USA, sięgający w przypadku 5-latek blisko 65 bps, uznajemy jednak za zbyt gwałtowny. Tymczasem zgodnie z wypowiedziami prezes Fed proces podwyżek stóp procentowych w USA będzie kontynuowany, choć stopniowo. Z tego powodu uważamy, iż wraz z postępującą poprawą na amerykańskim rynku pracy i wyhamowaniem spadków cen ropy naftowej, temat dalszej normalizacji polityki pieniężnej będzie aktualny. W ślad za tym dochodowość obligacji USA wzdłuż całej krzywej powróci do wzrostów.

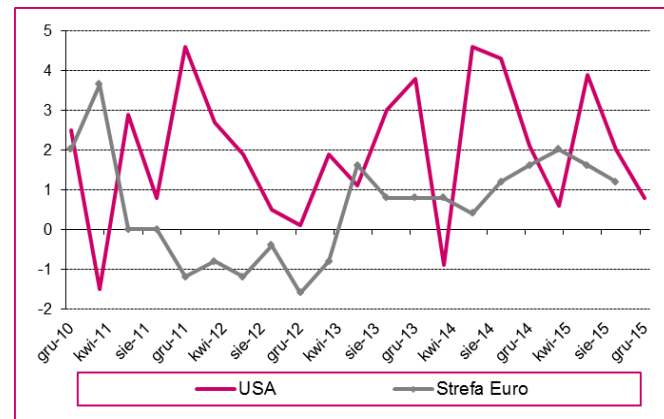
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



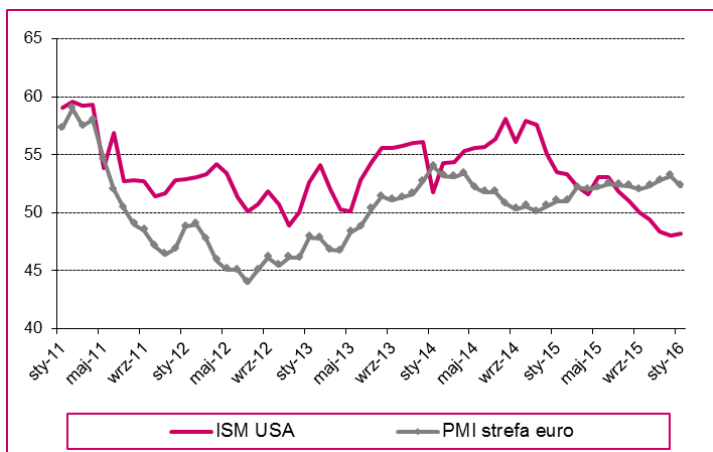
Źródło: GUS

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



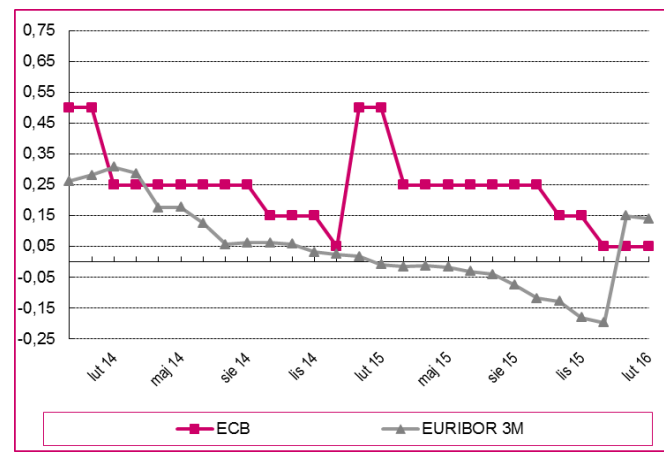
Źródło: EcoWin, obliczenia własne

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



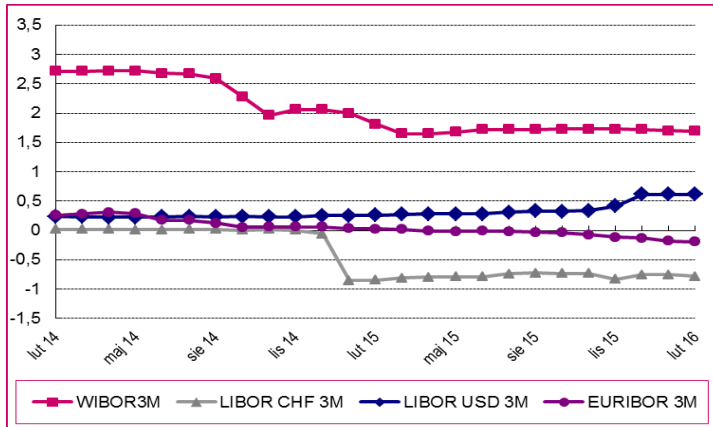
Źródło: EcoWin

Wykres 25 Stawka EURIBOR 3M oraz stopa procentowa EBC



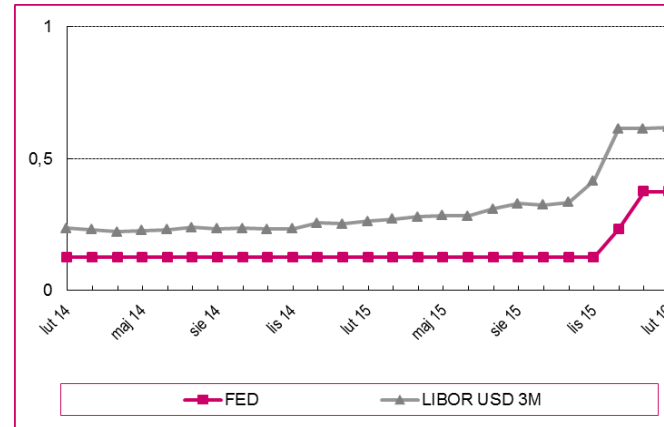
Źródło: Reuters

Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR i EURIBOR [bps]



Źródło: EcoWin, Reuters

Wykres 27 Stawka LIBOR 3M USD oraz stopa procentowa Fed



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

| | maj 15 | cze 15 | lip 15 | sie 15 | wrz 15 | paź 15 | lis 15 | gru 15 | sty-16 | lut-16 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Inflacja- CPI (% r/r) | -0,9 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,5 | -0,4 | -0,2 |
| Inflacja bazowa (% r/r) | 0,4 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,4 |
| Ceny producenta - PPI (% r/r) | -2,1 | -1,4 | -1,8 | -2,7 | -2,8 | -2,3 | -1,8 | -0,8 | -0,7 | -0,5 |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r) | 7,5 | 8,2 | 8,5 | 7,2 | 8,3 | 8,9 | 9,3 | 9,1 | 9,7 | 9,5 |
| Produkcja przemysłowa (% r/r) | 2,8 | 7,4 | 3,8 | 5,3 | 4,0 | 2,4 | 7,8 | 6,7 | 2,9 | 8,8 |
| Sprzedaż detaliczna (% r/r) | 1,8 | 3,8 | 1,2 | -0,3 | 0,1 | 0,8 | 3,3 | 4,9 | 5,9 | 6,5 |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR) | 928 | -963 | -1110 | -654 | -768 | -163 | 620 | -530 | - | - |
| Eksport (EUR, % r/r) | 7,8 | 10,6 | 5,2 | 8,1 | 3,0 | 3,0 | 12,6 | 5,3 | - | - |
| Import (EUR, % r/r) | 0,5 | 10,3 | 7,3 | 6,7 | 5,2 | -2,9 | 5,4 | 1,9 | - | - |
| Płace, sek. przeds. (% r/r) | 3,2 | 2,5 | 3,3 | 3,4 | 4,1 | 3,3 | 4,0 | 3,1 | 3,5 | 3,4 |
| Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r) | 0,8 | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,6 | 1,5 |
| Stopa bezrobocia (%) | 10,7 | 10,2 | 10 | 9,9 | 9,7 | 9,6 | 9,6 | 9,8 | 10,3 | 10,4 |
| 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 | 1,66 | 1,66 | 1,66 | 1,67 | 1,67 | 1,67 | 1,65 | 1,60 | 1,59 |
| WIBOR 3M (koniec okresu) | 1,68 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,73 | 1,73 | 1,73 | 1,72 | 1,70 | 1,69 |
| Obligacja 2-letnia (koniec okresu) | 1,79 | 1,98 | 1,81 | 1,87 | 1,79 | 1,65 | 1,61 | 1,58 | 1,54 | 1,48 |
| Obligacja 5-letnia (koniec okresu) | 2,46 | 2,74 | 2,49 | 2,51 | 2,39 | 2,09 | 2,08 | 2,23 | 2,39 | 2,25 |
| Obligacja 10-letnia (koniec okresu) | 2,95 | 3,33 | 2,95 | 2,98 | 2,85 | 2,68 | 2,69 | 2,95 | 3,21 | 3,05 |
| Kurs EUR/PLN (koniec okresu) | 4,11 | 4,19 | 4,14 | 4,23 | 4,25 | 4,25 | 4,27 | 4,26 | 4,40 | 4,38 |
| Kurs USD/PLN (koniec okresu) | 3,74 | 3,76 | 3,77 | 3,77 | 3,80 | 3,86 | 4,04 | 3,92 | 4,04 | 3,95 |
| Kurs EUR/USD (koniec okresu) | 1,10 | 1,11 | 1,10 | 1,12 | 1,12 | 1,10 | 1,06 | 1,09 | 1,09 | 1,11 |

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PKB (mld PLN) | 1361,8 | 1445,1 | 1566,6 | 1629,0 | 1656,3 | 1719,1 | 1806,0 | 1861,0 |
| PKB (wzrost realny, %) | 2,6 | 3,7 | 5,0 | 1,6 | 1,3 | 3,3 | 3,6 | 3,5 |
| Popyt krajowy (wzrost realny, %) | -0,3 | 4,2 | 4,2 | -0,5 | -0,7 | 4,9 | 3,4 | 3,9 |
| Spożycie prywatne (wzrost realny, %) | 3,3 | 2,5 | 3,3 | 0,8 | 0,2 | 2,6 | 3,1 | 3,8 |
| Inwestycje (wzrost realny, %) | -1,9 | -0,4 | 8,8 | -1,8 | -1,1 | 9,8 | 6,1 | 5,8 |
| Stopa bezrobocia | 12,1 | 12,3 | 12,5 | 13,4 | 13,4 | 11,4 | 9,8 | 9,2 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | -3,9 | -5,5 | -5,2 | -3,5 | -1,3 | -1,4 | -0,4 | -1,6 |
| Inflacja CPI (średnio w roku, %) | 3,5 | 2,6 | 4,3 | 3,7 | 0,9 | 0,0 | -0,9 | 0,5 |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r) | 2,8 | 1,6 | 3,1 | 1,4 | 1,0 | 0,5 | 0,2 | 0,7 |
| Saldo sektora general government (% PKB) | -7,3 | -7,5 | -4,9 | -3,7 | -4,0 | -3,3 | -3,0 | -2,9 |
| Stopa referencyjna (koniec okresu) | 3,50 | 3,50 | 4,50 | 4,25 | 2,50 | 2,00 | 1,50 | 1,50 |
| WIBOR 3M (koniec okresu) | 4,20 | 3,95 | 4,99 | 4,14 | 2,71 | 2,07 | 1,72 | 1,75 |
| Kurs EUR/PLN (koniec okresu) | 4,10 | 3,95 | 4,47 | 4,08 | 4,15 | 4,19 | 4,26 | 4,30 |
| Kurs USD/PLN (koniec okresu) | 2,86 | 2,97 | 3,44 | 3,09 | 3,02 | 3,39 | 3,90 | 3,90 |

Źródło: GUS, NBP, Reuters, prognozy Banku Millennium

KALENDARIUM

Luty / Marzec

| Poniedziałek | Wtorek | Środa | Czwartek | Piątek |
|---|--|---|---|---|
| | | | 11 US: liczba nowych bezrobotnych | 12 GE: CPI, PKB EZ: produkcja przemysłowa, PKB PL: PKB, podaż pieniądza M3, rachunek obrotów bieżących, CPI US: indeks uniwersytetu Michigan |
| 15 EZ: bilans handlowy | 16 GE: ZEW PL: płace, zatrudnienie | 17 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna, liczba nowych budów, liczba pozwoleń na budowę, PPI, minutes Fed | 18 PL: opis posiedzenia banku centralnego US: liczba nowych bezrobotnych | 19 GE: PPI US: CPI |
| 22 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI | 23 GE: PKB, IFO PL: stopa bezrobocia US: sprzedaż domów na rynku wtórnym | 24 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż nowych domów | 25 EZ: CPI, inflacja bazowa US: liczba nowych bezrobotnych, zamówienia na dobra trwałego użytku | 26 GE: CPI US: PKB, dochody i wydatki prywatne, indeks uniwersytetu Michigan |
| 29 PL: PKB, oczekiwania inflacyjne, CPI EZ: szacunek inflacji CPI, inflacja bazowa | 01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia US: PMI w przemyśle, ISM | 02 EZ: PPI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP, Beżowa Księga Fed | 03 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: liczba nowych bezrobotnych, raport Challengeera, zamówienia fabryczne | 04 US: bilans handlowy, zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia |
| 07 GE: zamówienia fabryczne EZ: indeks Sentix PL: stan rezerw NBP | 08 GE: produkcja przemysłowa EZ: PKB | 09 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, | 10 GE: bilans handlowy EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych US: liczba nowych bezrobotnych | 11 GE: CPI PL: decyzja w sprawie stóp procentowych |

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

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.millenet.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.