

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

15 marca 2016

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

Podsumowanie miesiąca

- Szczegółowe dane GUS dotyczące rachunków narodowych za Q4 2015 potwierdziły dobrą końcówkę minionego roku. W samym czwartym kwartale, po odsezonowaniu, polska gospodarka wzrosła o 1,1% i była jedną z trzech najszybciej rosnących gospodarek UE. Ciekawostką w opublikowanych przez GUS danych jest rewizja odsezonowanych szeregów, z których wynika, że na przetomie lat 2012/2013 polska gospodarka znalazła się w technicznej recesji. Dane za styczeń dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej wskazały na nieznaczne wyhamowanie koniunktury w gospodarce na początku tego roku, jednak w dużym stopniu jest to efekt przejściowy, związany m.in. z różnicą w liczbie dni roboczych. Na przejściowy charakter tego spowolnienia wskazuje odbudowa wskaźnika PMI, który w lutym wzrósł do 52,8 pkt. z 50,9 pkt. w styczniu. Gospodarka powinna utrzymać się na ścieżce wzrostowej i po nieznacznym wyhamowaniu w Q1, wzrost gospodarczy w dalszej części roku powinien utrzymywać się na poziomie ok. 3,5%.
- W styczniu budżet centralny zamknął się nadwyżką w kwocie 1,76 mld PLN wobec deficytu 0,57 mld PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. Podtrzymujemy naszą ocenę, że głównym ryzykiem w kontekście finansów publicznych jest prawdopodobny znaczny wzrost deficytu w roku 2017. Brak dochodów o charakterze jednorazowym, a także pełny koszt programów socjalnych, podniesienie kwoty wolnej od podatków), przy ograniczonych możliwościach ożywienia wzrostu gospodarczego i wpływów podatkowych, będą zwiększały presję na wzrost deficytu. Wiceminister finansów L. Skiba powiedział, że rząd planuje utrzymanie deficytu sektora finansów publicznych w roku 2017 na poziomie poniżej 3% PKB, jednak w naszej ocenie będzie to trudne.
- Marcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej było pierwszym, na którym Rada obradowała w niemal całkowicie nowym składzie. RPP, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną równą 1,50%. Komunikat po posiedzeniu nie odbiegał od poprzedniego. Jedną z przestank, na podstawie których podjęto decyzję była nowa projekcja PKB i inflacji. Zgodnie z oczekiwaniami pokazała ona znacznie niższą ścieżkę oczekiwanej inflacji, co jest związane z dalszym spadkiem cen surowców, oraz nieco wyższą ścieżkę wzrostu gospodarczego. Na konferencji po posiedzeniu Marek Belka powiedział, że w związku ze wzrostem ryzyka kryzysu dobrze mieć amunicję, aby na gwałtowne pogorszenie sytuacji reagować. Wspiera to nasz scenariusz stóp procentowych, w którym zakładamy utrzymanie stóp NBP na obecnym poziomie.
- Złoty wraz z rumuńskim lejem był w lutym najlepiej radzącą sobie walutą w Europie Środkowo-Wschodniej. Wsparcie dla polskiej waluty, poza łagodną retoryką największych banków centralnych wyrażoną między innymi gotębią wymową minutes ze styczniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, pozostawały komentarze M. Morawieckiego, w ocenie którego konwersja kredytów walutowych nie powinna mieć takiej formy jaką pierwotnie proponowała Kancelaria Prezydenta. W rezultacie na koniec ubiegłego miesiąca kurs EUR/PLN obniżył się do poziomu 4,33 tj. minimum z połowy stycznia, czyli dnia, gdy agencja Standard and Poor's niespodziewanie obniżyła rating Polski oraz nadała mu negatywną perspektywę.

TEMAT MIESIĄCA

Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju2

PRZEGLĄD GOSPODARCZY7

POLITYKA PIENIĘŻNA 11

POLITYKA FISKALNA 13

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY 14

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH . 15

RYNKI ZAGRANICZNE 16

PRZEGLĄD DANYCH 20

DANE I PROGNOZY 21

KALENDARIAM 22

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	0,00%	21 kwi	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	5-6 kwi	1,50%

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

TEMAT MIESIĄCA

Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju

Rząd przyjął Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, nazywany powszechnie planem Morawieckiego. Przyjmowanie planów rozwoju państwa ma w Polsce po odzyskaniu niepodległości długą tradycję, jednak w zdecydowanej większości nie były one w pełni realizowane. W ostatnich latach podobnym rozmachem charakteryzował się plan Hausnera, czy też plan Boniego (Polska 2030). W 2012r. przyjęto skromniejszą „Strategię rozwoju kraju do 2020r.” Plan Morawieckiego identyfikuje 5 podstawowych pułapek rozwojowych, w które wpadła polska gospodarka i które są hamulcem dla dalszego jej wzrostu.

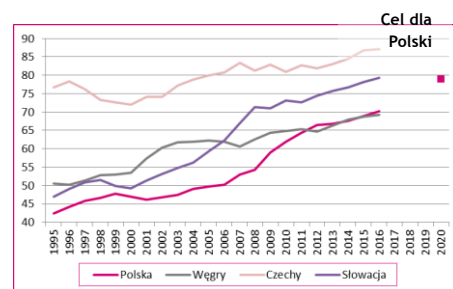
Pułapka średniego dochodu

To obserwacja statystyczna, która charakteryzuje się spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego przy poziomie PKB na mieszkańca zbliżonym do Polski, co utrudnia opuszczenie grupy krajów rozwijających się i osiągnięcie wysokiego poziomu rozwoju. W prezentacji planu podano, że PKB per capita Polski to tylko 45% poziomu w USA, co jest mylące, bo odniesienie się do średniej unijnej i uwzględnienie parytetu siły nabywczej daje 69%. Co więcej w ostatnich latach Polska systematycznie nadrabia dystans do krajów regionu i przegoniła Węgry.

Pułapka braku równowagi

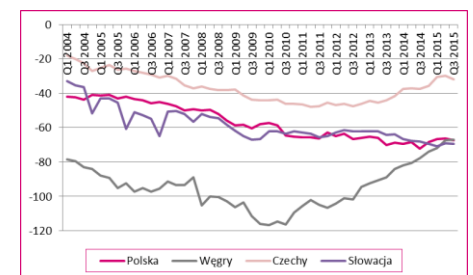
Przejawia się zbyt dużym, w opinii ministra Morawieckiego znaczeniem obcego kapitału w gospodarce. Faktycznie międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto jest w Polsce ujemna i w Q3 2015r. stanowiła 67,5% PKB. Poziom ten nie odbiegał znacząco od Węgier, a uzależnienie Polski od zagranicznego kapitału jest mniejsze niż w przypadku Słowacji. Warto jednak podkreślić, że wzrost ujemnej pozycji inwestycyjnej netto w ostatnich latach w Polsce wynikał głównie z podwojenia zagranicznego długu sektora rządowego. W tej materii obecny rząd nie obiecuje poprawy, a zapowiadane utrzymywanie deficytu na poziomie 3,0% PKB w okresie dobrej koniunktury gospodarczej przyczyni się do jej dalszego pogorszenia.

Wykres 1 PKB per capita wg parytetu siły nabywczej [UE=100]



Źródło: Datastream

Wykres 2 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto [% PKB]



Źródło: Datastream

Pułapka przeciętnego produktu

Oznacza zbyt małą innowacyjność produkcji.

Pułapka demograficzna

To perspektywa ciągłego spadku liczby Polaków w wieku produkcyjnym i starzenia się społeczeństwa. W 2014r. 60% ludności rezydującej w Polsce była w wieku produkcyjnym (20-60/65), a w 2020r. udział ten spadnie wg prognozy GUS do 57%. Przy założeniu powrotu do niższego wieku emerytalnego, w 2050 spadek pogłębi się do 48%, jeżeli jednak wiek emerytalny dla kobiet i mężczyzn wyniesie 67 lat, to relacja ta spadnie nieco mniej dramatycznie, bo do 56%. Projekt rządu dotyczący obniżenie wieku emerytalnego jest więc poważnym zagrożeniem dla równowagi demograficznej. Za sprawą niskich wskaźników zatrudnienia, w Polsce istnieje szansa na poprawę relacji liczby osób pracujących do nieaktywnych nawet przy niekorzystnej demografii.

Zatwierdzony przez rząd program pomocy dla rodzin 500+ może nie mieć znaczącego wpływu na dzietność i nie poprawi wskaźników demograficznych. Jego konstrukcja rodzi natomiast ryzyko spadku aktywności zawodowej, szczególnie wśród kobiet.

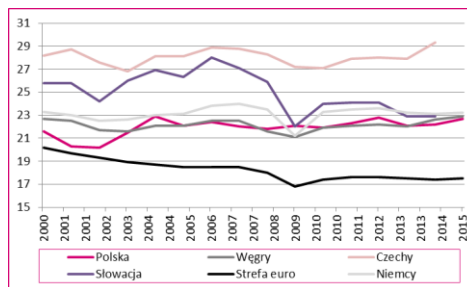
Słabość instytucji

Przejawia się m.in. brakiem koordynacji polityk publicznych, słabą ściągalnością podatków i zmiennością prawa.

Pułapki te wydają się z reguły trafnie zdefiniowane, jednak podana lista nie wyczerpuje wszystkich zagrożeń. M.in. zewnętrznych takich jak groźba peryferyzacji Polski i zmniejszenia jej znaczenia w instytucjach międzynarodowych, czy bezpieczeństwo energetyczne. W naszej ocenie, podstawowym problemem jest pułapka demograficzna, która nie jest w raporcie mocno wyeksponowana.

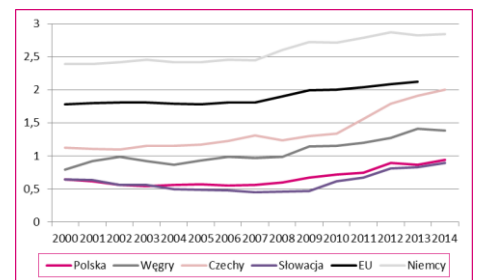
Próba wyjścia z powyższych pułapek rozwojowych ma być 5 filarów rozwoju gospodarczego: reindustrializacja, rozwój innowacyjnych firm, kapitał dla rozwoju, ekspansja zagraniczna oraz rozwój społeczny i regionalny. Rząd postawił sobie dodatkowo kilka szczegółowych celów na rok 2020. Osiągnięcie niektórych z nich wydaje się niezwykle trudne, inne są możliwe do osiągnięcia przy obecnym stanie gospodarki, jeszcze inne spełniamy od dawna.

Wykres 3 Wartość dodana w przemyśle [% PKB]



Źródło: Datastream

Wykres 4 Wydatki na badania i rozwój [% PKB]



Źródło: Datastream

Cel szczegółowy: wzrost produkcji przemysłowej wyższy niż wzrost PKB jest realizowany w ostatnich latach

Reindustrializacja

Reindustrializacja to idea wspierania istniejących i rozwijania nowych przewag konkurencyjnych oraz specjalizacji polskiej gospodarki. U podstaw tego filaru leży założenie, że w Polsce rola przemysłu jest zbyt mała. Nie jest to prawdą. Udział wartości dodanej wytworzonej w przemyśle w PKB w 2015r. wyniósł 22,7% i był wyraźnie wyższy niż średnia dla UE, zbliżony do Niemiec, Czech, Węgier i Słowacji. Industrializacja ma umożliwić przyspieszenie wzrostu gospodarczego i osiągnięcie wysokiego poziomu rozwoju. Prosta dekompozycja wzrostu PKB mówi, że jego czynnikami jest akumulacja kapitału, wzrost siły roboczej oraz całkowita produktywność czynników produkcji (TFP), która jest miarą postępu technicznego. Warto dodać, że w długim okresie rola TFP jest decydująca, a pozostałe czynniki wygasają. Wg raportu Komisji Europejskiej z 2014r. wkład TFP do polskiego wzrostu gospodarczego spadł w ostatnim czasie i to pomimo dużych inwestycji na infrastrukturę. Badania NBP wskazują, że całkowita produktywność czynników produkcji charakteryzuje się dynamicznym trendem wzrostowym tylko w przemyśle, w usługach jest ona stała. Bez silnego sektora przemysłowego niemożliwy jest szybki wzrost gospodarczy, jednak sektor usługowy pełni rolę bufora, gdyż wahania cykliczne w usługach są mniejsze. Duży wzrost znaczenia przemysłu oznaczałby mniejszą stabilność gospodarki i większą podatność na wahania cykliczne. Produkcja przemysłowa w Polsce tradycyjnie rośnie szybciej niż PKB, a udział wartości dodanej w przemyśle w PKB od 15 lat jest w łagodnym trendzie wzrostowym.

Cel szczegółowy: liczba dużych i średnich firm większa niż 22 tys., wzrost nakładów na R&D do 2% PKB

Cel szczegółowy: zwiększenie stopy inwestycji do 25% PKB

Wzrost oszczędności (i inwestycji), ograniczenie napływu kapitału zagranicznego, przy utrzymaniu deficytów sektora finansów publicznych może być trudne do pogodzenia

Rozwój innowacyjnych firm

Ten filar rozumiany jest jako budowa przyjaznego otoczenia dla firm i systemu wsparcia innowacji. Rozwój (wzrost) polskich firm ma pociągnąć za sobą rozwój całej gospodarki, a temu rozwojowi mają sprzyjać nowe uwarunkowania instytucjonalne. Zmiany w tym zakresie są konieczne, jednak ciężko jest ocenić czy uda się osiągnąć sukces i ułatwić działanie przedsiębiorcom. Np. próby uszczelnienia systemu podatkowego i ograniczenia w obrocie gotówkowym mogą utrudniać prowadzenie działalności gospodarczej.

Nakłady na badania i rozwój w 2014r. stanowiły w Polsce 0,94% PKB, znacznie mniej niż w Czechach czy w Niemczech oraz podobnie do Węgier i Słowacji. Podniesienie relacji do 2,0% PKB jest możliwe (taki jest poziom wydatków w Czechach), lecz nawet po osiągnięciu tego celu nie ma gwarancji sukcesu, ze względu na fakt, że w Polsce finansowanie badań pochodzi głównie ze środków publicznych, a środki są przeznaczane na badania podstawowe. Słabe jest natomiast powiązanie przemysłu z nauką, a w programie brak jest konkretnych propozycji jak można tę współpracę poprawić. Idealne byłoby pobudzenie środków prywatnych. Będzie to tym trudniejsze, że rząd planuje przyznać preferencje kapitałowi krajowemu, a w przeszłości to kapitał zagraniczny był nośnikiem innowacji.

Kapitał dla rozwoju

Ważnym filarem Programu pozostaje finansowanie wzrostu gospodarczego i inwestycji, które mają być jego ważnym motorem. W 2015 r. udział inwestycji w PKB wynosił ok. 20% i relacja ta była zbliżona do obserwowanej w strefie euro, gdzie w ostatnich latach udział inwestycji systematycznie maleje. Celem rządu jest zwiększenie stopy inwestycji do 25% PKB. Taki poziom wskaźnika jest obserwowany w Czechach. Wątro przy tym dodać, że jak wynika z prezentacji, Czechy są krajem o największej różnicy pomiędzy PKB i PNB, co sugeruje duże zaangażowanie kapitału zagranicznego w tworzenie PKB. Założony w Programie cel jest ambitny, ponieważ oznaczałby wzrost o ¼ w perspektywie 5-ciu lat, średnio 1 pkt. proc. rocznie. W tym kontekście niezwykle ważną kwestią jest budowa oszczędności w gospodarce, stanowiących źródło finansowania inwestycji. Szczególnie oszczędności krajowych, gdyż kapitał zagraniczny jest krytycznie postrzegany jako źródło finansowania wzrostu w Polsce. Po wybuchu kryzysu finansowego w 2008r. nastąpił spadek oszczędności, mierzonych jako udział w PKB. Od 2011r. następuje ich stopniowy wzrost, a wyraźną zwyżkę przyniósł dopiero rok 2015, kiedy ich udział w PKB przekroczył nieznacznie 20%.

W teorii ekonomii poziom oszczędności determinuje wielkość inwestycji. Oszczędności w gospodarce są sumą oszczędności poszczególnych sektorów instytucjonalnych, w szczególności sektora przedsiębiorstw (finansowych i niefinansowych), gospodarstw domowych, sektora rządowego i samorządowego, a także zagranicy. Głównym źródłem oszczędności w gospodarce jest sektor przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, podczas gdy sektor rządowy i samorządowy absorbuje oszczędności krajowe ze względu na występujące deficyty.

Osiągnięcie postawionego przez rząd celu może być trudne w warunkach wzrostu deficytu sektora finansów publicznych. Jednocześnie rząd sceptycznie ocenia dalszy napływ oszczędności z zagranicy. Odbudowę oszczędności krajowych utrudnić może wzrost potrzeb pożyczkowych sektora general government. Komisja Europejska prognozuje wzrost deficytu sektora w 2017r. do 3,4% PKB, co uszczuplać będzie zasób oszczędności krajowych. Ponieważ szanse na obniżenie deficytu sektora general government wydają się nieznaczne, to źródłem wzrostu oszczędności może być sektor prywatny, lub import oszczędności z zagranicy. Pierwszy sposób nie pozostałby bez wpływu na popyt krajowy, szczególnie konsumpcję, drugi natomiast skutkowałby pogorszeniem stabilności zewnętrznej gospodarki i wzrostem deficytu na rachunku obrotów bieżących. Wzrost oszczędności (i inwestycji), redukcja ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (ograniczenie napływu kapitału zagranicznego), przy utrzymaniu deficytów sektora finansów publicznych mogą być trudne do pogodzenia.

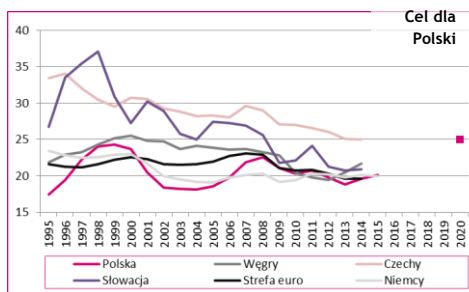
Ponadto, cel w postaci wzrostu stopy inwestycji wydaje się niespójny z zakładanym w programie zwiększeniem inwestycji w najbliższych latach o 1 bilion złotych. Chcąc osiągnąć stopę inwestycji na poziomie 25% PKB w gospodarce powinno być zainwestowane do roku 2020 ok. 2,5 bln PLN (przy zakładanym przez MFW wzroście

Makro i rynek

raport miesięczny

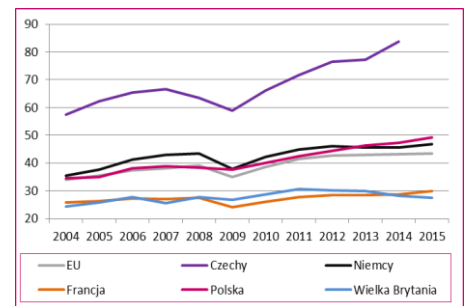
PKB o ok. 3,5%), a nie 1 bln. Swoją drogą część założonych przez wicepremiera środków może być trudna do wygospodarowania. Szczególnie zapisane 230 mld PLN ulokowanych przez przedsiębiorstwa w bankach. Pomijając fakt, że połowa z tych środków to depozyty bieżące, służące do bieżącego zarządzania płynnością i finansowania działalności operacyjnej, to kluczowy zarzut dotyczy włączenia do planu środków na wykorzystanie których rząd nie ma wpływu. Decyzje inwestycyjne sektora prywatnego są funkcją rachunku ekonomicznego i oczekiwanej stopy zwrotu. Mają na nie wpływ także oczekiwania co do otoczenia instytucjonalnego. W ostatnich badaniach NBP przedsiębiorcy wskazywali, że kształt polityki gospodarczej i fiskalnej, może niekorzystnie wpłynąć na przyszłą sytuację przedsiębiorstw, co zwiększa niepewność gospodarowania. Po raz pierwszy w historii badania NBP niepewność była głównym czynnikiem ograniczającym działalność przedsiębiorstw w najbliższej perspektywie. Polityka obecnego rządu może zatem tworzyć większe ryzyko wyhamowania, a nie wspierania inwestycji.

Wykres 5 Nakłady brutto na środki trwałe [%PKB]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Udział eksportu w PKB [%]



Źródło: Eurostat

Dużym uproszczeniem jest zakładanie wzrostu akcji kredytowej w oparciu o istniejącą nadpłynność sektora bankowego

W ramach zapowiadanego biliona na inwestycje warto odnieść się do zaangażowania sektora bankowego. Dużym uproszczeniem jest w naszej ocenie zakładanie wzrostu akcji kredytowej w oparciu o istniejącą nadpłynność sektora (ok. 85 mld PLN). Należy bowiem wziąć pod uwagę rosnące wymogi kapitałowe dla polskich banków, co będzie ograniczało przestrzeń do wzrostu portfela kredytowego. Podobny skutek może mieć wprowadzenie podatku bankowego. Konstrukcja przyjętego w Polsce podatku demotywuje banki do wzrostu portfela aktywów, a jednocześnie zachęca do kupna papierów skarbowych, które są wyłączone z podatku bankowego. Gwałtowne pogorszenie kondycji sektora bankowego i możliwości do wzrostu kredytów nastąpiłoby szczególnie w sytuacji wprowadzenia w życie pomysłu przewalutowania kredytów walutowych, których koszt NBP szacuje na nawet 77 mld PLN. W tym kontekście istnieje niespójność programu gospodarczego z innymi działaniami rządu (podatek bankowy) i Prezydenta (przewalutowanie kredytów). Odrębną kwestią jest fakt, iż zdefiniowany w Programie cel w postaci większego przyrostu kredytów dla firm niż dla gospodarstw domowych jest mało ambitny, gdyż już w latach 2014-15 dynamika kredytów dla firm była wyższa niż dla gospodarstw domowych, a kredyty inwestycyjne dla firm od niemal dwóch lat rosną w tempie 8-10% i ich udział w PKB rośnie od 2010r.

Ekspansja zagraniczna

Konieczność wsparcia ekspansji zagranicznej polskich firm pozostaje poza dyskusją. W tym kontekście pozytywnie należy ocenić koncepcję dyplomacji ekonomicznej nowych rynkach zbytu. Należy jednak zwrócić uwagę, że wyznaczony przez wicepremiera cel w postaci wzrostu eksportu wyższego od wzrostu PKB jest już zrealizowany.

Udział eksportu w PKB już jest wysoki i w 2015 roku wyniósł 49,2%. W stosunku do roku 2004r., kiedy Polska wchodziła do UE oznacza to wzrost o 14,6 pkt. proc. Jest to bardzo dobry wynik, szczególnie, jeśli weźmie się pod uwagę rozmiary popytu krajowego, który przy skali polskiego rynku wewnętrznego ma znaczny wkład do wzrostu gospodarczego. Jedynie gospodarki o małych rynkach wewnętrznych (Litwa, Łotwa, Węgry, Słowacja) miały wyższy przyrost eksportu w relacji do PKB. W tym samym czasie w całej UE udział eksportu wzrósł o 9,5 pkt. proc. do 43,5%. Spośród dziesięciu największych gospodarek UE, Polska ma trzeci najwyższy udział eksportu w

relacji do PKB, po Belgii i Holandii, które mają znacznie mniejsze rynki wewnętrzne. Pod tym względem wyraźnie wyprzedzamy Wielką Brytanię, czy Francję. Eksport już teraz pozostaje ważnym wsparciem gospodarki. Wyzwaniem pozostaje zwiększenie eksportu dóbr zaawansowanych technologicznie. Udział tej kategorii dóbr w polskim eksporcie pozostaje niższy niż średnio w UE (7,7% w Polsce wobec 9,7% w UE), a także niż w Czechach i na Węgrzech, to jednak utrzymuje się systematyczny trend wzrostowy. W ciągu siedmiu lat wartość eksportu dóbr zaawansowanych technologicznie wzrosła o ponad 300%, a jego udział w eksporcie ogółem podwoił się.

Rośnie też wartość polskiego eksportu w przeliczeniu na kilogram sprzedanego produktu. Co prawda wciąż pozostaje on relatywnie niski (1,6 EUR / 1 kg eksportu), to trend jest wyraźnie wzrostowy. W ciągu ostatnich 10-ciu lat wartość tego wskaźnika niemal się podwoiła. Są też liczne przypadki spektakularnych sukcesów polskich eksporterów. Wyrażna poprawa nastąpiła w branży stoczniowej. Jeden kilogram sprzedanego statku wyprodukowanego w Polsce kosztuje niejednokrotnie ok. 20 EUR, co stanowi równowartość 1 kilograma mercedesa klasy C. Dalsze wsparcie przedsiębiorstw w zakresie innowacyjności jest potrzebne, jednak warto zwrócić uwagę, że w tym obszarze w ostatnich latach następują wyraźne zmiany.

Rozwój społeczny i regionalny

Rozwój społeczny i regionalny obejmuje reformę szkolnictwa zawodowego, włączenie obszarów wiejskich i małych miast w procesy rozwojowe. Warto przy tym podkreślić, że kraje, które skutecznie wyszły z pułapki średniego dochodu obserwowały przejście siły roboczej z rolnictwa do przemysłu. W Polsce odsetek zatrudnionych w rolnictwie jest nadal wysoki i wynosi 11,2%, podczas gdy wytwarza tylko 2,8% wartości dodanej, rolnictwo jest najmniej produktywnym działem gospodarki. Polityka regionalna może rodzić ryzyko zatrzymania odpływu siły roboczej z rolnictwa, który i tak jest słaby.

Obecnie wskaźnik zagrożenia ubóstwem relatywnym (wydatki poniżej 50% średniej) wynosi 16,2% i od 2005 spadł z 18,1%. Jego dalszy spadek do 15,5% w 2020r. jest możliwy, zwłaszcza biorąc pod uwagę fakt, że ubóstwo jest najbardziej dotkliwe w rodzinach wielodzietnych, które dostaną pomoc z programu 500+. Inny cel szczegółowy, tzn. osiągnięcie PKB na mieszkańca na poziomie 79% średniej unijnej jest również możliwy do osiągnięcia przy utrzymaniu obecnego trendu wzrostowego.

Przedstawiony przez wicepremiera M. Morawieckiego Program na rzecz odpowiedzialnego rozwoju to kolejny dokument nakreślający kierunki rozwoju i budowę przewagi konkurencyjnej. Cele obecnego programu są zbieżne z przedstawionymi przez poprzedni rząd programem „Polska 2030. Trzecia fala nowoczesności”. W tym obszarze nie sposób nie zgodzić się z większością tez stawianych w diagnozie sytuacji i wyzwań stojących przed polską gospodarką i polityką gospodarczą. Głównym zarzutem pod adresem przedstawionego programu to brak konkretnych propozycji działań ukierunkowanych na osiągnięcie postawionych celów. W wielu obszarach wskazanych w Programie już teraz zachodzą dynamiczne zmiany (rozwój eksportu i ekspansja zagraniczna polskich firm, czy też rozwój przemysłu lotniczego w ramach Dolinki Lotniczej). Trudno doszukać się jednak nowych inicjatyw, stanowiących wartość dodaną w stosunku do dotychczasowych działań. Instytucjonalne wsparcie w postaci powołania Polskiego Funduszu Rozwoju, czy też Rady ds. Innowacyjności niesie ryzyko mało skutecznego wsparcia inwestycji i innowacji. Niepowodzenie projektu „Polskie Inwestycje Rozwojowe” jest tego przykładem. Ryzykiem dla przedstawionego planu są też niespójności pomiędzy poszczególnymi jego częściami. Pułapka braku równowagi i niechęć do dalszego zwiększania udziału kapitału w polskiej gospodarce może stać w sprzeczności z planem dynamicznego ożywienia inwestycji i wzrostu innowacyjności. Znaczne ryzyko dla planu stoi także po stronie ogólnej polityki rządu, która nie sprzyja w ostatnich miesiącach budowie wiarygodności wśród partnerów zagranicznych, a także może być źródłem niepewności dla prowadzenia działalności podmiotów krajowych. Deklarowane obniżenie wieku emerytalnego, wzrost wydatków socjalnych, czy też plan konwersji kredytów walutowych mogą być źródłem destabilizacji długoterminowych perspektyw gospodarki. Pozostaje wierzyć w koordynację i szeroką współpracę rządu na rzecz programu gospodarczego. Inaczej, może on podzielić losy poprzednich dokumentów.

Cele szczegółowe: wskaźnik zagrożenia ubóstwem relatywnym poniżej 15,5%, PKB per capita na poziomie 79% średniej UE

Realizacja programu obarczona jest sporym ryzykiem

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

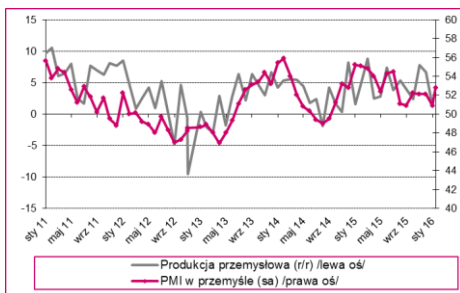
Dane o PKB potwierdziły dobrą końcówkę minionego roku

Szczegółowe dane GUS dotyczące rachunków narodowych za Q4 2015 potwierdziły dobrą końcówkę minionego roku. Wzrost gospodarczy wyniósł, zgodnie z wstępnymi szacunkami 3,9% r/r, a jego głównym motorem był popyt krajowy. W samym czwartym kwartale, po odsezonowaniu, polska gospodarka wzrosła o 1,1% i była jedną z trzech najszybciej rosnących gospodarek UE. Ciekawostką w opublikowanych przez GUS danych jest rewizja odsezonowanych szeregów dotyczących wzrostu gospodarczego, z których wynika, że na przelomie lat 2012/2013 polska gospodarka znalazła się w technicznej recesji, notując dwa z rzędu kwartały spadku PKB. W Q4 2012 spadek PKB wyniósł 0,3% kw/kw, natomiast w 1Q 2013r. wyhamował do -0,1% kw/kw. Według informacji GUS rewizja danych związana jest przede wszystkim z procedurą wyrównania sezonowego. Recesję tę należy traktować jako efekt techniczny, szczególnie, że dane niewyrównane sezonowo za te okresy nie zostały zrewidowane i nie wskazują one na spadek PKB w tym okresie.

Spadek bezrobocia i poprawa nastrojów gospodarstw domowych sprzyjają konsumpcji

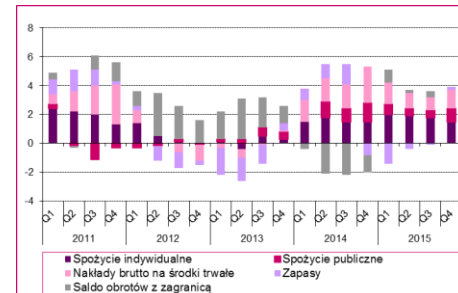
Popyt konsumpcyjny utrzymuje się na ścieżce wzrostowej. Dynamika konsumpcji prywatnej wyniosła 3,1% r/r w Q4, stabilizując się na poziomie z poprzedniego kwartału. Jej wsparciem pozostaje nieustannie poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, poprawa nastrojów gospodarstw domowych, a także wyższe dochody realne. Czynniki te będą stymulowały konsumpcję także w kolejnych kwartałach. Dodatkowym wsparciem będzie wypłata zasiłków w ramach programu Rodzina 500+. Już teraz czynnik ten przekłada się na znaczną poprawę nastrojów konsumenckich, szczególnie w obszarze ocen przyszłej sytuacji dochodowej. W styczniu br. wskaźnik nastrojów odzwierciedlający oczekiwania co do sytuacji dochodowej w perspektywie najbliższych 12 miesięcy był dodatni, po raz pierwszy w historii badań. W lutym ta pozytywna ocena się poprawiła. W ramach wskaźnika ufności konsumenckiej widoczna jest nieznaczna poprawa ich skłonności do dokonywania zakupów dóbr trwałego użytku, ale też większa skłonność do oszczędzania. Oznaczać to może, że część środków uzyskanych w ramach programu Rodzina 500+ zostanie przeznaczona na zwiększenie oszczędności, a nie konsumpcji. Konsumpcja prywatna powinna w tym roku stanowić główny motor wzrostu gospodarczego.

Wykres 7 Produkcja przemysłowa [% r/r] oraz indeks PMI [pkt.]



Źródło: GUS, Reuters

Wykres 8 Dekompozycja wzrostu gospodarczego w Polsce [% r/r]



Źródło: GUS

Inwestycje rosną, choć perspektywy dalszych zwyżek niepewne

Wzrosty utrzymane są także w zakresie inwestycji. Ich dynamika w Q4 przyspieszyła nieznacznie do 4,9% r/r z 4,6% r/r kwartał wcześniej. Wzrost inwestycji miał szeroki zakres i objął wszystkie grupy aktywów. Najsilniej rosły natomiast inwestycje w maszyny i urządzenia (+7,1%) oraz budownictwo mieszkaniowe (+6,8% r/r). W tym roku perspektywy ożywienia inwestycji wydają się ograniczone. Pomimo wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych i dobrych wyników finansowych firm, ich skłonność do podejmowania inwestycji jest umiarkowana. Dodatkowo mniejszy napływ środków unijnych będzie ograniczał skalę inwestycji publicznych o charakterze infrastrukturalnym. Ponadto efekt wysokiej bazy statystycznej z 1Q 2015r. będzie ograniczał roczną dynamikę nakładów w pierwszych trzech miesiącach tego roku. Ryzykiem dla inwestycji jest także rosnąca niepewność polityki gospodarczej. Warunki do rozpoczynania przedsięwzięć inwestycyjnych w sektorze prywatnym uległy w ostatnich miesiącach nieznacznej pogorszeniu.

Dane za styczeń dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej wskazały na nieznaczne wyhamowanie koniunktury w gospodarce na początku tego roku, jednak w dużym stopniu jest to efekt przejściowy, związany m.in. z różnicą w liczbie dni

W grudniu podobnie jak miesiąc wcześniej eksport rósł szybciej niż import

W 2015r. deficyt na rachunku bieżącym wyniósł zaledwie 0,2% PKB wobec 2,0% PKB w 2014r.

Sytuacja na rynku pracy jest obecnie najlepsza od 2008r. i systematycznie się poprawia

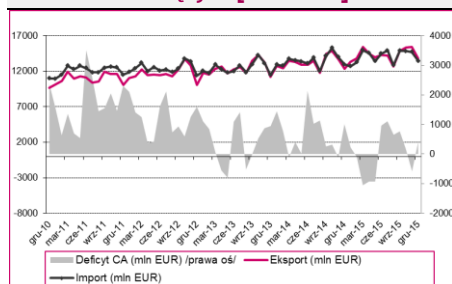
robotniczych. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych produkcja przemysłowa w styczniu wzrosła o 3,3% r/r, natomiast sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym zwiększyła się o 3,1% r/r. Na przejściowy charakter tego spowolnienia wskazuje odbudowa wskaźnika PMI, który w lutym wzrósł do 52,8 pkt. z 50,9 pkt. w styczniu. Gospodarka powinna utrzymać się na ścieżce wzrostowej i po nieznacznym wyhamowaniu w Q1, wzrost gospodarczy w dalszej części roku powinien utrzymywać się na poziomie ok. 3,5%.

Według danych NBP rachunek bieżący wykazał w grudniu deficyt równy -410 mln EUR wobec nadwyżki 582 mln EUR w listopadzie. W grudniu utrzymała się nadwyżka na rachunku wymiany towarowej i wyniosła ona 373 mln EUR wobec rekordowo wysokiej nadwyżki 717 mln EUR w listopadzie. Podobnie jak miesiąc wcześniej eksport rósł szybciej niż import, jego roczna dynamika wyniosła 12,1%, dynamika eksportu była natomiast równa 3,8% r/r. O wzroście eksportu zdecydowała sprzedaż za granicę, głównie do krajów Unii Europejskiej, wyrobów przemysłu elektronicznego, motoryzacyjnego, żywności i odzieży. Od miesiący ograniczającą na dynamikę importu działają niskie ceny surowców (głównie ropy naftowej) na rynkach światowych. Sytuacja ta ma pozytywny wpływ na polski wzrost gospodarczy.

Dane GUS za cały 2015r. potwierdziły że Niemcy były naszym głównym partnerem handlowym, a ich udział w eksporcie zwiększył się do 27,1% z 26,3%. Kolejne miejsca zajmuje Wielka Brytania i Czechy, a udział tych krajów również rośnie. W związku z sankcjami gospodarczymi wyraźnie spadł natomiast udział Rosji, do 2,9% z 4,2% w 2014r. Polska najczęściej importuje z Niemiec, Chin i Rosji. Również w imporcie udział Rosji spadł, do 7,4% z 10,5% w 2014r., odzwierciedlając spadek cen ropy naftowej. Struktura handlu zagranicznego pokazuje, że polskie przedsiębiorstwa wykazały się dużą elastycznością w poszukiwaniu rynków zbytu i łatwo zapełniły lukę związaną z trudnym dostępem do rynków wschodnich, a ograniczenia te nie przeszkodziły im w solidnym wzroście eksportu, o 7,8% w całym roku. Można liczyć na podobny mechanizm w br., jeśli zmaterializują się obawy o światowy wzrost gospodarczy w związku ze spowolnieniem w Chinach i w innych gospodarkach wschodzących.

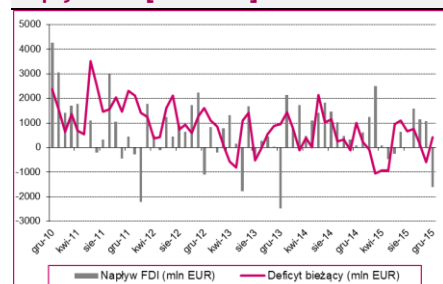
W 2015r. deficyt na rachunku bieżącym wyniósł zaledwie 0,2% PKB wobec 2,0% PKB w 2014r. Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego było w 2015r. dodatnie, równe 1,4% PKB wobec 0,4% PKB rok wcześniej. Oznacza to spadek uzależnienia kraju od zagranicznego finansowania. W 2016r. oczekujemy wzrostu deficytu bieżącego, gdyż napędzany konsumpcją wzrost gospodarczy może przełożyć się na wzrost importu. Deficyt powinien jednak pozostać na niskim i bezpiecznym poziomie.

Wykres 9 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]



Źródło: NBP

Wykres 10 Saldo rachunku bieżącego i napływ FDI [mln EUR]



Źródło: NBP

Sytuacja na rynku pracy jest obecnie najlepsza od 2008r. i systematycznie się poprawia. W styczniu stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 10,3% z 9,8% na koniec grudnia. Styczeń jest jednak z reguły bardzo trudnym miesiącem na rynku pracy, gdyż w grudniu kończą się umowy na czas określony a pogoda uniemożliwia prowadzenie prac sezonowych. Wzrost bezrobocia o 0,5 pkt. proc w ciągu miesiąca jest niewielki i oznacza spadek bezrobocia odsezonowanego. W styczniu ruch na rynku pracy był niewielki, liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych była o 9,6% niższa niż przed rokiem, o 9,3% spadła natomiast liczba wyrejestrowanych. Liczba bezrobotnych wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy wzrosła natomiast o 0,9% r/r a o 20,7% r/r wzrosła liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca w urzędach pracy. Dane z miesięcznych rejestrów. Pomimo, że nie oddają poprawnie skali bezrobocia, są dobrym wskaźnikiem koniunktury. Obecnie pokazują solidny popyt na pracę oraz występowanie napięć na rynku pracy (problemy ze znalezieniem właściwych pracowników). MRPiPS szacuje, że w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się na poziomie 10,3%

Makro i rynek

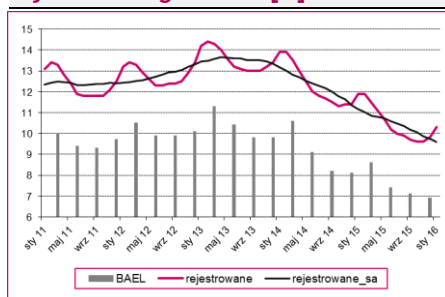
raport miesięczny

Stopa bezrobocia wg BAEL była niższa tylko w drugiej połowie 2008r., kiedy napięcia na rynku pracy były jednak znacznie większe niż obecnie, a płace rosły w tempie dwucyfrowym

co oznacza spadek stopy odsezonowanej do 9,5% z 9,6% w styczniu, poziomu tylko nieznacznie wyższego od historycznego minimum na poziomie 9,3% odnotowanego w październiku 2008r. Szacujemy, że nowe minimum po odsezonowaniu stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnie w ciągu najbliższych dwóch miesięcy.

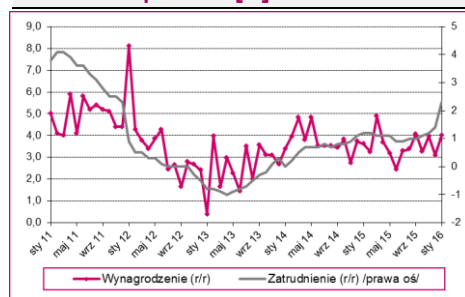
Stopa bezrobocia liczona wg metodologii BAEL, która jako bezrobotne traktuje osoby szukające pracy i gotowe ją podjąć w ciągu dwóch tygodni wyniosła w Q4 2015r. 6,9% wobec 7,1% w Q3 oraz 8,1% w ostatnim kwartale 2014r. Stopa bezrobocia wg BAEL była niższa tylko w drugiej połowie 2008r., kiedy napięcia na rynku pracy były jednak znacznie większe niż obecnie, a płace rosły w tempie dwucyfrowym, wspierane m.in. przez masową emigrację. Obecnie wynagrodzenia rosną w umiarkowanym tempie. W styczniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw było o 4,0% wyższe niż przed rokiem po wzroście o 3,1% r/r w grudniu. Obecnie hamująco na dynamikę płac działają zmiany strukturalne: spadek zatrudnienia w górnictwie i wzrost w niskopłatnych usługach. Dodatkowo utrzymująca się deflacja jest jedną z przyczyn niskiej presji płacowej i wspiera siłę nabywczą wynagrodzeń. Niemniej jednak, jeśli weźmiemy pod uwagę wzrost zatrudnienia, który w sektorze przedsiębiorstw w styczniu wyraźnie przyspieszył (wspierany przez coroczną zmianę próby statystycznej) i wyniósł 2,3% r/r, rynek pracy i rosnący realny fundusz płac są solidnym wsparciem dla konsumpcji. Szacujemy, że w lutym przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 3,7% r/r, zatrudnienie zwiększyło się natomiast o 2,4% r/r.

Wykres 11 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: GUS, obliczenia własne

Wykres 12 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przeds. [%]



Źródło: GUS

Pogłębienie się deflacji w styczniu

Okres deflacji w Polsce wydłuża się. Według wstępnych szacunków GUS inflacja mierzona wskaźnikiem CPI wyniosła w styczniu -0,7% r/r wobec -0,5% r/r w grudniu ub. roku. Opublikowane dane za styczeń mają wstępny charakter, gdyż obliczone zostały w oparciu o koszyk inflacyjny obowiązujący w roku 2015. Aktualny koszyk opublikowany zostanie wraz z danymi za luty. W skali miesiąca ceny spadły o 0,4%, do czego w głównej mierze przyczyniły się zniżki cen w transporcie. Jest to efekt dalszego dynamicznego spadku cen paliw na stacjach benzynowych, które w samym lutym obniżyły się o ok. 5,5% m/m, a w lutym zniżkowały o kolejne 4%. Wciąż więc głównymi czynnikami wpływającymi na inflację w Polsce pozostają czynniki podażowe. W styczniu widoczny był także spadek cen w pozostałych komponentach, w szczególności w kategorii zdrowie, odzież i obuwie, co związane jest z sezonowymi wyprzedażami, ale także użytkowania mieszkania. W rezultacie nieznacznie obniżyła się prawdopodobnie inflacja bazowa, choć ze względu na brak koszyka inflacyjnego nie była ona szacowana w styczniu. Oznak presji inflacyjnej w polskiej gospodarce nie ma, choć w dużym stopniu jest to efekt czynników zewnętrznych.

Spadające ceny surowców znalazły również odzwierciedlenie w pogłębieniu się deflacji cen producentów. Wskaźnik PPI spadł w styczniu do -1,2% r/r z -0,8% r/r. W skali miesięcznej najbardziej obniżono ceny w górnictwie i wydobywaniu (-3,9%), w tym w wydobywaniu węgla kamiennego i węgla brunatnego (lignitu). W obrębie przetwórstwa przemysłowego najsilniej spadły ceny produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (-8,3%).

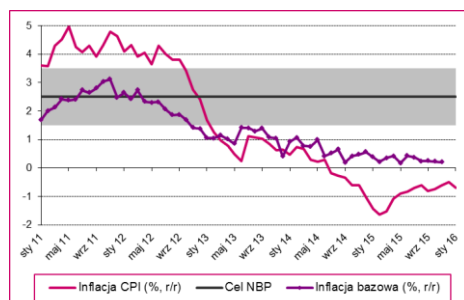
Wpływ spadających cen ropy naftowej powinien stopniowo wygasnąć

Od połowy stycznia ceny ropy naftowej systematycznie rosną. Obecnie jej poziom jest o blisko 50% wyższy od minimum z połowy stycznia. Zwyżki zaczęły się także na stacjach benzynowych. W dalszym jednak ciągu ceny paliw są obecnie znacznie niższe niż przed rokiem. Ceny paliw wciąż będą zatem sprzyjały utrzymaniu deflacji w najbliższych miesiącach, choć ich wpływ będzie stopniowo wygasnąć.

Makro i rynek

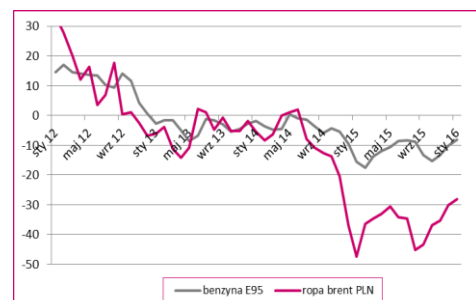
raport miesięczny

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



Źródło: GUS, NBP

Wykres 14 Ceny ropy Brent w PLN i ceny detaliczne benzyny [% r/r]



Źródło: Datastream

Kolejne miesiące powinny przynieść stopniowe wygasanie deflacji, choć proces ten będzie następował wolniej niż pierwotnie oczekiwaliśmy. Silne spadki cen ropy naftowej na przełomie ubiegłego i minionego roku wydłużą okres utrzymywania się deflacji, która powinna zniknąć dopiero w trzecim kwartale br. W całym bieżącym roku będzie znajdował się poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego, a dokładny przebieg ścieżki inflacji będzie można oszacować po publikacji nowego koszyka inflacyjnego.

POLITYKA PIENIĘŻNA

Marcowe posiedzenie RPP było pierwszym, w którym wzięła udział Rada Polityki Pieniężnej w niemal zupełnie nowym składzie

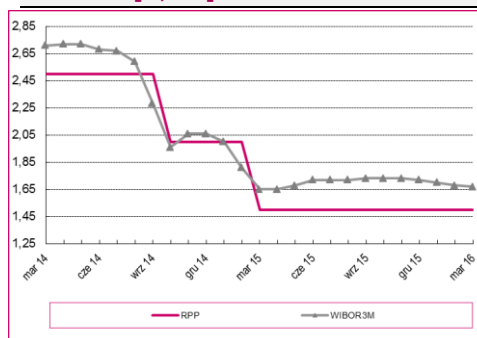
Nowa RPP nie zmieniła retoryki i pozostawiła stopy procentowe na dotychczasowym poziomie

Marcowe posiedzenie RPP było pierwszym, na którym Rada Polityki Pieniężnej obradowała w niemal całkowicie nowym składzie. W posiedzeniu brało udział 9 członków: Marek Belka, Jerzy Osiatyński oraz 7 osób z nowego składu Rady. W RPP jest jeszcze jeden wakat. Kadencja Anny Zielińskiej-Głębockiej wygasa 9 lutego a sejm wybierze jej następcę na posiedzeniu w przyszłym tygodniu, zapewne 18 marca. Najbardziej prawdopodobny jest wybór zgłoszonego przez PiS Jerzego Żyżyńskiego. Zaprzysiężenie nowego członka może się natomiast odbyć 30 marca. Kadencja prezesa NBP Marka Belki, który jest oficjalnym kandydatem polskiego rządu na szefa EBOR-u, wygasa w czerwcu. Jego następcą prawdopodobnie będzie powołany ostatnio do zarządu NBP, były członek RPP Adam Glapiński.

W marcu RPP, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną równą 1,50%. Pomimo częściowej zmiany składu, komunikat po posiedzeniu RPP nie odbiegał znacząco od poprzedniego. Rada oceniła, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym zauważono, iż w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw światowej gospodarki. Niemniej jednak, podobnie jak w kilku poprzednich miesiącach, RPP ocenia, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną, co jest odbierane jako zapewnienie o potrzebie stabilizacji polityki pieniężnej.

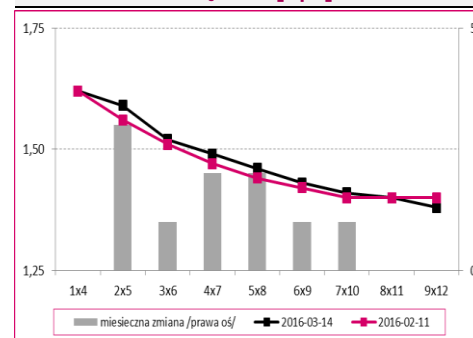
Jedną z przesłanek, na podstawie których podjęto decyzję była nowa projekcja PKB i inflacji. Zgodnie z oczekiwaniami pokazała ona znacznie niższą ścieżkę oczekiwanej inflacji, co jest związane z dalszym spadkiem cen surowców, oraz nieco wyższą ścieżkę wzrostu gospodarczego. W nowej projekcji w 2016 r. inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale -0,9 - 0,2% (wobec 0,4 - 1,8% w projekcji z listopada 2015 r.), 0,2 - 2,3% w 2017 r. (wobec 0,4 - 2,5%) oraz 0,4 - 2,8% w 2018 r. Tempo wzrostu PKB ma natomiast wynieść w 2016r. 3,0 - 4,5% w 2016 r. (wobec 2,3 - 4,3%), 2,6 - 4,8% w 2017 r. (wobec 2,4 - 4,6%) oraz 2,1 - 4,4% w 2018 r. Jednocześnie w komunikacie utrzymano stwierdzenie, że pomimo niskich oczekiwań inflacyjnych, utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotychczas negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

Wykres 15 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [% , r/r]



Źródło: NBP

Wykres 16 Notowania kontraktów FRA i ich zmiana miesięczna [bps]



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Na konferencji po posiedzeniu, prezes Marek Belka nie wykluczył, że w przyszłości stopy procentowe NBP zostaną obniżone, dodał jednak że najbardziej prawdopodobny jest scenariusz stabilizacji stóp procentowych. Prezes Belka dodał ponadto, że w związku ze wzrostem ryzyk kryzysowych dobrze mieć amunicję, aby na gwałtowne pogorszenie sytuacji reagować. W podobnym tonie wypowiedzieli się te ostatnio inni członkowie Rady. Wspiera to nasz scenariusz, który zakłada utrzymanie stóp NBP na obecnym poziomie. Retoryka nowej RPP nie odbiega znacząco od poprzedniej. Nowi członkowie mają w większości konserwatywne podejście do polityki pieniężnej, czemu dali wyraz w swoich wypowiedziach (ich zestawienie znajduje się poniżej).

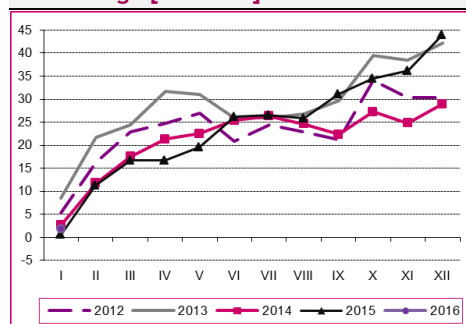
Członek RPP	Ostatnia wypowiedź	Kierunek działania
Marek Belka	„Nie można wykluczyć pojawienia się zjawisk kryzysowych i dobrze mieć amunicję, takie stopy, aby na gwałtowne pogorszenie sytuacji reagować. (...) Scenariusz utrzymania stóp jest najbardziej prawdopodobny, ale to nie znaczy, że my możemy wykluczyć działania w zakresie stóp.” (11.03.2016)	bez zmian
Grażyna Ancyparowicz	„Nie mamy podstaw, by zmieniać kształt polityki pieniężnej, która jest teraz realizowana. I możemy zmienić to zdanie za pół roku, jak już wejdą podstawowe programy w życie, i wtedy możemy się nad tym zastanowić. Na pewno nie z dnia na dzień.” (12.01.2016)	bez zmian
Marek Chrzanowski	„(...) korzyści z tytułu obniżki stóp mogłyby się okazać niższe niż koszty np. dla stabilności finansowej. (...) Wydaje mi się, że konserwatywne działanie jest w obecnej sytuacji najlepszym rozwiązaniem. (...) W kontekście podwyższonej zmienności na rynkach, sygnał, że kończymy ze stabilnością stóp byłby niepożądany.” (02.03.2016)	bez zmian
Eugeniusz Gatnar	„W Polsce akcja kredytowa rozwija się w przyzwoitym tempie, nie ma problemu z dostępnością kredytów, a sektor bankowy jest nadpłynny. Nie widzę tu pola do działania dla NBP.” (11.02.2016)	bez zmian
Łukasz Hardt	„RPP powinna zostawić sobie "pole manewru" na wypadek, gdyby w przyszłości okazało się potrzebne. (...) przestrzeń do obniżek znacząco się zmniejszyła i jest niewielka. (...) RPP podejmując decyzję dzisiaj musi myśleć o tym, by nie ograniczyć sobie możliwości działania w najbliższych dwóch-trzech latach.” (23.02.2016)	bez zmian
Jerzy Kropiwnicki	„Podstawowe powody deflacji leżą poza zasięgiem decyzji, które mogłyby zapadać w kraju. Biorąc pod uwagę to, że bezrobocie maleje, tempo wzrostu rewidowane jest w górę (...) to nie widzę powodów, by poprawiać coś, co dobrze działa” (11.03.2016)	bez zmian
Eryk Łon	„Generalnie sądzę, że ewentualna obniżka stóp nie miałaby w obecnej sytuacji raczej istotnego znaczenia dla procesów realnych w naszej gospodarce. Oczywiście można ją rozważyć. Należy zachować jednak ostrożność.” (15.02.2016)	obniżka
Jerzy Osiatyński	„Jesteśmy w trybie oczekiwania na zmiany z perspektywą zacieśniania polityki monetarnej aniżeli luzowania.” (22.01.2016)	bez zmian
Kamil Zubelewicz	„(...) z dużo większą ostrożnością należy obserwować wszelkie odchylenia w górę od celu, czyli powyżej 2,5%, niż odchylenia w dół. Każde bowiem odchylenie inflacji w dół oznacza, że cel konstytucyjny jest realizowany.” (03.03.2016)	bez zmian

POLITYKA FISKALNA

Nadwyżka budżetowa po styczniu

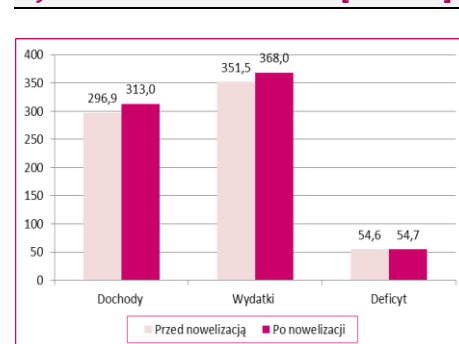
Prezydent podpisał uchwaloną przez Sejm ustawę budżetową na rok 2016, która zakłada deficyt budżetowy na poziomie 54,74 mld PLN. Dane dotyczące wykonania budżetu za styczeń wskazują na dobry początek roku. W styczniu budżet centralny zamknął się nadwyżką w kwocie 1,76 mld PLN wobec deficytu 0,57 mld PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. Wynik ten jest nieznacznie lepszy od harmonogramu wykonania budżetu przyjętego na początku roku. Dynamiczny wzrost zanotowały dochody, które w styczniu były o 9,3% wyższe niż przed rokiem. Wyższe niż przed rokiem były wpływy w większości kategorii dochodowych. Najsilniej (+19,8% r/r) zwiększyły się wpływy z podatku VAT, co częściowo jest efektem wprowadzonych w styczniu 2015 r. zmian w zakresie rozliczania VAT z importu przez upoważnionych przedsiębiorców (AEO). Eliminując wpływ tego czynnika wzrost dochodów z VAT pozostał solidny i wyniósł 9-10 % r/r, czemu sprzyja mocny popyt krajowy. Wyraźnie wzrosły też wpływy z podatku CIT, które były o 9,8% wyższe niż przed rokiem, co potwierdza dobrą sytuację finansową firm. Wpływy z podatku PIT wzrosły zaś o 7,0%, czemu sprzyja poprawa sytuacji na rynku pracy i rosnące dochody gospodarstw domowych. Pod kontrolą pozostaje natomiast strona wydatkowa. Po styczniu wydatku ogółem były o zaledwie 0,9% wyższe niż przed rokiem. Wyraźny wzrost zanotowały wydatki na Fundusz Ubezpieczeń Społecznych (+8,4% r/r), jednak były one zneutralizowane przez spadek dotacji na Fundusz Emerytalno-Rentowy. Dane za styczeń nie stanowią dobrego prognostyka dla wykonania budżetu w całym roku, jednak w naszej ocenie realizacja tegorocznego budżetu nie jest obciążona dużym ryzykiem. Jednorazowe dochody w postaci wyższej wpłaty z zysku NBP, a także dochody za częstotliwości LTE zneutralizują wpływ wyższych wydatków socjalnych, przede wszystkim w ramach programu rodzina 500+.

Wykres 17 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 18 Budżet na 2016r. [mld PLN]



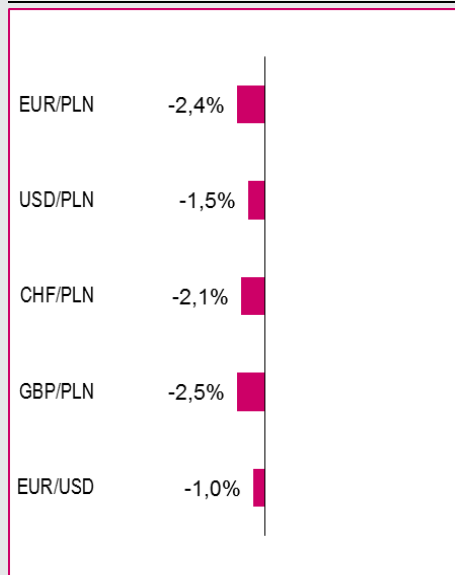
Źródło: MinFin

Wciąż głównym ryzykiem dla finansów publicznych jest prawdopodobny wzrost deficytu w roku 2017

Podtrzymujemy naszą ocenę, że głównym ryzykiem w kontekście finansów publicznych jest rok 2017 i kolejne. Brak dochodów o charakterze jednorazowym, a także pełny koszt programów socjalnych (23 mld PLN w ramach programu Rodzina 500+, ewentualne refundacje leków dla seniorów), podniesienie kwoty wolnej od podatków, przy ograniczonych możliwościach ożywienia wzrostu gospodarczego i wpływów podatkowych, będą zwiększały presję na wzrost deficytu. Wiceminister finansów Skiba powiedział, że rząd planuje utrzymanie deficytu sektora finansów publicznych w roku 2017 na poziomie poniżej 3% PKB, jednak w naszej ocenie będzie to trudne. Przy aktualnych założeniach makroekonomicznych deficyt budżetu centralnego w roku 2017 może zbliżyć się do 70 mld PLN, osiągając ok. 3,5% PKB. Komisja Europejska prognozuje wzrost deficytu general government w Polsce do 3,4% PKB z 2,8% PKB szacowanych w roku 2016, co może skutkować ponownym nałożeniem na Polskę procedury nadmiernego deficytu. Jest to dość odległa perspektywa, ponieważ nastąpiłoby to dopiero w roku 2018. Przy rosnących napięciach w finansach publicznych, raczej mało prawdopodobne jest obniżenie podstawowej stawki podatku VAT do 22% w 2017 r., co powinno nastąpić w związku ze zniesieniem procedury nadmiernego deficytu w ubiegłym roku.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 19 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

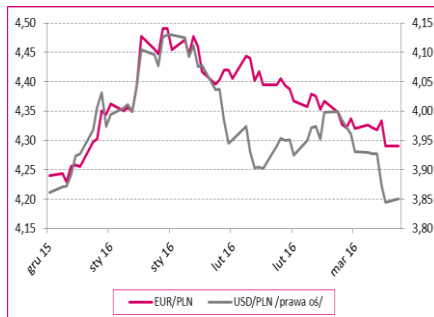


Źródło: Reuters

Rok 2016 rozpoczął się od wyraźnej przeceny polskiej waluty. Przypomnijmy, iż w styczniu złoty, obok argentyńskiego i meksykańskiego peso, czy rosyjskiego rubla znalazł się w gronie najgorzej radzących sobie walut na świecie kontrastując z pozytywnie wyróżniającym się węgierskim forintem. W lutym nastąpiło jednak odwrócenie tych trendów. Złoty wraz z rumuńskim lejem był najlepiej radzącą sobie walutą w Europie Środkowo-Wschodniej. Wsparcie dla polskiej waluty, poza łagodną retoryką największych banków centralnych wyrażoną między innymi gołębią wymową minutes ze styczniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, pozostawały komentarze M. Morawieckiego, w ocenie którego konwersja kredytów walutowych nie powinna mieć takiej formy jaką pierwotnie proponowała Kancelaria Prezydenta. W lutym optymizm względem złotego powiększały solidne fundamenty krajowej gospodarki, w tym dobry odczyt danych o PKB za czwarty kwartał 2015 roku, jak i komentarze nowych członków Rady Polityki Pieniężnej sugerujące, iż może nie dojść do obniżek kosztu pieniądza w Polsce. W rezultacie na koniec ubiegłego miesiąca kurs EUR/PLN obniżył się do poziomu 4,33 tj. minimum z połowy stycznia, czyli dnia, gdy agencja Standard and Poor's niespodziewanie obniżyła rating Polski oraz nadała mu negatywną perspektywę.

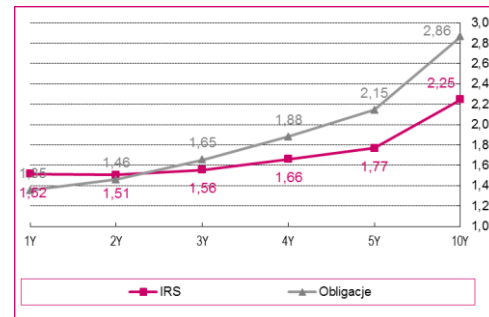
Tak jak wspomnieliśmy w lutym polska waluta pozostawała pod wpływem pozytywnego sentymentu międzynarodowego związanego z łagodną polityką pieniężną największych banków centralnych świata. Po tym jak ostrożnie w kwestii podwyżek stóp procentowych w USA wypowiedział się S.Fisher, a M.Draghi podkreślał rosnące ryzyka dla koniunktury w strefie euro zapewniając po raz kolejny, że EBC jest gotowy do przeanalizowania swojego nastawienia podczas marcowego posiedzenia Rady Prezesów banku apetyt na bardziej ryzykowne aktywa wyraźnie wzrósł. Z kolei czynnikiem ograniczającym aprecjację złotego w lutym była obniżka przez agencję Moody's ratingu Brazylii. Ocena wiarygodności kredytowej została zredukowana o dwa stopnie do poziomu śmieciowego Ba2 wraz z nadaniem negatywnej perspektywy. Moody's był ostatnią z największych agencji ratingowych, która utrzymywała inwestycyjną ocenę Brazylii. W reakcji tamtejszy indeks giełdowy tylko jednego dnia spadł w najsilniejszej od dwóch tygodni skali, a real potaniał wobec dolara o niemal 1,5%. Miniony miesiąc to także spore zmiany w notowaniach pary GBP/PLN, która na koniec omawianego okresu zniżkowała do poziomu 5,50 tj. minimum z maja 2015 roku, choć na koniec stycznia była 42 grosze wyżej. Źródłem przeceny funta były echa szczytu UE w sprawie Wielkiej Brytanii. Mimo, iż Londyn wynegocjował ustępstwa dotyczące między innymi zasiłków dla emigrantów, czy uznania, iż Wielka Brytania "nie jest zobowiązana do dalszej integracji politycznej z Unią Europejską", to 23 czerwca odbędzie się referendum w sprawie Brexitu. Dość nieoczekiwanie poparcie dla wyjścia Wielkiej Brytanii z UE ogłosił burmistrz Londynu i jeden z najbardziej popularnych polityków na Wyspach Boris Johnson. W rezultacie funt znalazł się pod silną presją sprzedających.

Wykres 20 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Reuters

Wykres 21 Notowania obligacji i stawek IRS na dzień 14.03.16r. [w %]



Źródło: Reuters

Mniejsza presją na forsowanie ustawy o konwersji walutowych kredytów hipotecznych zwiększa aprecyjny potencjał złotego

Spadek prawdopodobieństwa powrotu Rady Polityki Pieniężnej do obniżek stóp procentowych wraz z mniejszą presją na forsowanie prezydenckiej propozycji ustawy o konwersji walutowych kredytów hipotecznych zwiększają aprecyjny potencjał złotego. Obecnie pozytywnie na wartość polskiej waluty oddziałuje ponadto globalny sentyment inwestycyjny kształtowany przez złagodzenie nastawienia największych banków centralnych świata. W tym kontekście wsparcie dla złotego stanowi kolejna

runda działań łagodzących politykę pieniężną podjęta przez Europejski Bank Centralny podczas posiedzenia w marcu. Znaczący wpływ na sytuację polskich aktywów mają również działania Banku Japonii wspierające obecnie coraz większy napływ kapitału azjatyckiego. Z tych powodów uważamy, iż najbliższe miesiące, przy utrzymaniu powyższych tendencji, powinny być okresem systematycznej, choć łagodnej, aprecjacji złotego względem euro. Przerwać ją mogą czasowo momenty podwyższonej awersji do ryzyka wywoływanej napięciami geopolitycznymi, czy obawami dotyczącymi wyniku referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. W naszej ocenie aprecjacyjny trend odwróci się w czwartym kwartale, gdy złoty może znaleźć się pod presją sprzedających z uwagi na możliwy znaczący wzrost deficytu budżetowego. Budżet na 2017 rok rodzic może, ze względu na konieczność uwzględnienia pełnych kosztów wynikających między innymi z realizacją programu 500+, czy podwyższenia kwoty wolnej od podatku, napięcia związane z brakiem wystarczających wpływów w obliczu systematycznie zwiększającej się strony wydatkowej. Skutkować to może ponownymi obawami dotyczącymi ratingu Polski. Z tego powodu na koniec roku oczekujemy, iż kurs EUR/PLN osiągnie poziom 4,30 po wcześniejszym prawdopodobnym teście poziomu 4,20 prawdopodobnie w połowie 2016 roku.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Luty był miesiącem spadku dochodowości krajowego długu wzdłuż całej krzywej. W ubiegłym miesiącu najsilniej na wartości zyskiwały obligacje o 10-letnim terminie zapadalności. Ich rentowność zmalała o 22 bps i po raz pierwszy od styczniowej decyzji agencji S&P o cięciu ratingu Polski obniżyła się poniżej bariery 3,00%. Zmiany na rynku długoterminowego długu pokrywały się z trendami na rynkach bazowych. Dochodowość Bunda obniżyła się w lutym o 23 bps do 0,11% stąd zmianie nie uległ spread polskich 10-latek do niemieckich odpowiedników. Nieco mniejszy, bo wynoszący 16 bps, spadek do poziomu 2,22% towarzyszył dochodowości papierów 5-letnich. Najbardziej stabilny z kolei pozostawał dług z krótkiego końca krzywej. Amplituda jego wahań w lutym wyniosła zaledwie 8 bps. O tyle też do 1,46% obniżyła się rentowność 2-latki. W ubiegłym miesiącu doszło zatem do sporego wyptaszczenia krzywej SPW.

W lutym emocji nie wzbudziło posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w częściowo zmienionym składzie. Zgodnie z oczekiwaniami nie przyniosło ono zmian stóp procentowych, ani dotychczasowej retoryki. Prezes NBP podkreślił, iż nie widzi zwiększających się perspektyw obniżki stóp procentowych w najbliższym czasie. Jednocześnie M. Belka przyznał, że nie ma wrażenia jakoby zbliżał się moment podwyżki kosztu pieniądza. W minionym miesiącu podwyższonej zmienności krótkoterminowego długu nie wywoływały także wypowiedzi członków Rady, którzy mieli zadebiutować dopiero podczas marcowego posiedzenia. Jedyne E. Łon przyznał, iż przestrzeń do obniżek stóp procentowych w Polsce jest, ale nie jest ona znaczna. Dodał jednak, iż ewentualna obniżka stóp nie miałaby w obecnej sytuacji istotnego znaczenia dla procesów realnych w gospodarce. Większość nowych bankierów centralnych była natomiast zdania, iż nie ma obecnie powodów do obniżki kosztu pieniądza. Mimo to w lutym kontynuowany był spadek między innymi stawki WIBOR 3M. Na koniec ubiegłego miesiąca wynosiła ona 1,68% wobec 1,70% w styczniu i 1,72% na koniec 2015 roku.

Ważnym wydarzeniem lutego była aukcja, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK1018 i DS0726 na łączną kwotę 7,5 mld PLN. Mimo, iż resort pozyskał pełną pulę wynikającą ze zmodyfikowanego w stosunku do pierwotnych założeń planu podaży, to zdecydował o zorganizowaniu aukcji uzupełniającej. Ta zakończyła się pozyskaniem dodatkowego 1,0 mld PLN ze sprzedaży obligacji OK1018 oraz 0,5 mld PLN z papierów DS0726. W obu przypadkach popyt był dwukrotnie wyższy od podaży. Wysokie zainteresowanie inwestorów polskim długiem utrzymywało się także podczas marcowej sprzedaży SPW. Ministerstwo Finansów sprzedało wtedy obligacje OK1018 za 2,10 mld PLN przy popycie 6,32 mld PLN i rentowności 1,553% oraz obligacje DS0726 za 5,09 mld PLN przy zainteresowaniu rządu 6,77 mld PLN i rentowności 3,014%. Była to największa sprzedaż stałokuponowych 10-latek od października 2012 roku. Mimo, iż resort raz jeszcze pozyskał maksymalną pulę wynikającą z planu podaży to ponownie zdecydował o zorganizowaniu przetargu uzupełniającego. Na nim MinFin sprzedał obligacje OK1018 za dodatkowe 0,70 mld PLN przy popycie 1,81 mld PLN oraz obligacje DS0726 za kolejne 0,50 mld PLN przy zainteresowaniu rządu 0,74 mld PLN. Wliczając

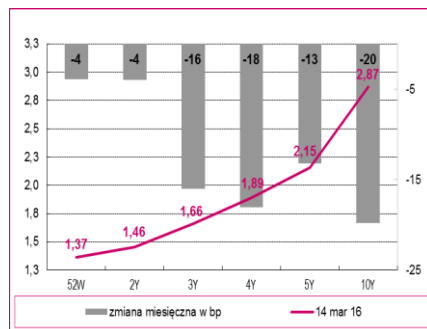
W ubiegłym miesiącu doszło do sporego wyptaszczenia krzywej SPW

Większość nowych bankierów centralnych jest zdania, iż nie ma obecnie powodów do obniżki kosztu pieniądza

Największa sprzedaż stałokuponowych 10-latek od października 2012 roku

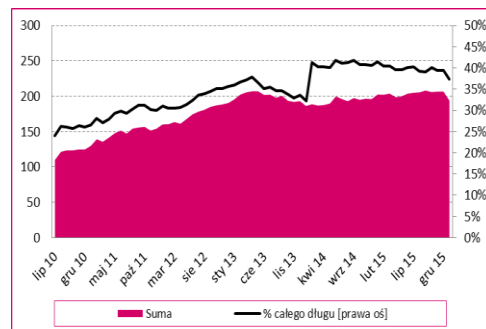
zatem wynik aukcji uzupełniającej marcowa sprzedaż stałokuponowych 10-latek na poziomie 5,59 mld PLN była największa w historii.

Wykres 22 Miesięczna zmiana rentowności polskich obligacji [%]



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Wykres 23 Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polskie SPW [mld lewa oś]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

W styczniu inwestorzy zagraniczni zredukowali swoje zaangażowanie w SPW aż o 13,1 mld PLN

Zainteresowaniu krótkim końcem krzywej sprzyjać będzie wyłączenie SPW z „podatku bankowego” oraz perspektywa stabilnego kosztu pieniądza

Ministerstwo Finansów przedstawiło zmiany w strukturze portfela SPW po styczniu. Zgodnie z danymi w pierwszym miesiącu tego roku inwestorzy zagraniczni zredukowali swoje zaangażowanie w krajowych obligacjach skarbowych aż o 13,1 mld PLN do 193,7 mld PLN. Warto jednak podkreślić, iż dużego wpływu na zmniejszenie portfela obligacji nie miała styczniowa decyzja agencji Standard and Poor's. Ubytek w pierwszych dniach po obniżce ratingu Polski wyniósł niecałe 1,3 mld PLN. Zdecydowana większość styczniowego spadku zaangażowania inwestorów zagranicznych związana była natomiast z zapadalnością obligacji OK0116. Jednocześnie do rekordowego poziomu wzrosła wartość obligacji będących w posiadaniu banków komercyjnych, co w znacznym stopniu związane było z wprowadzeniem tzw. „podatku bankowego”, z którego SPW są wyłączone.

Nasza prognoza dotycząca kształtowania się rentowności obligacji skarbowych w najbliższych tygodniach opiera się przede wszystkim na braku obniżek stóp procentowych. Z tego powodu oczekujemy stabilizacji dochodowości krótkoterminowego długu. W przypadku 2-letniego tenoru spodziewamy się koncentracji wokół poziomu nieco poniżej stopy referencyjnej tj. 1,50%. Zainteresowaniu krótkim końcem krzywej niezmiennie sprzyjać będzie wyłączenie SPW z opodatkowania tzw. „podatkiem bankowym” oraz perspektywa stabilnego kosztu pieniądza. Z kolei wspomniane wcześniej łagodzenie polityki monetarnej przez Europejski Bank Centralny wywierać będzie, w ślad za sytuacją na rynkach bazowych, umiarkowaną presję na spadek długiego końca polskiej krzywej utrzymując rentowność 10-latek poniżej poziomu 3,00%. Drugą połowę 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 grożącym cięciem ratingu Polski. 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.

RYNKI ZAGRANICZNE

Dwie odmienne odslony miały notowania eurodolara w lutym. Początkowo kurs wzrósł dynamicznie do maksimum z połowy października 2015 roku tj. poziomu 1,1375 wobec 1,0855 na początku ubiegłego miesiąca. Źródłem gwałtownej przeceny dolara okazały się, poza najslabszymi od ponad dwóch lat danymi ISM, wypowiedzi przedstawicieli FOMC. Łagodne komentarze W.Dudley'a zostały odebrane przez inwestorów, jako zwrot w polityce Fed, po tym jak w grudniu bankierzy centralni podwyższyli stopy procentowe. W lutym natomiast W.Dudley przestrzegł przed zbyt silnym, szkodliwym dla gospodarki USA, umocnieniem dolara dodając, iż od ostatniego posiedzenia FOMC uległy zmianie niektóre czynniki. W rezultacie rynek stracił wiarę w tegoroczną normalizację polityki pieniężnej przez Fed, choć jeszcze w grudniu 2015 roku, w ślad za prognozami przedstawicieli FOMC, spodziewał się wzrostu stóp procentowych o 100 bps w tym roku. W drugiej połowie lutego natomiast kurs EUR/USD wytracił całość

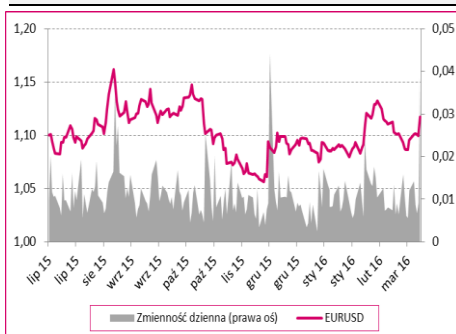
Dwie odmienne odslony miały notowania eurodolara w lutym

Makro i rynek

raport miesięczny

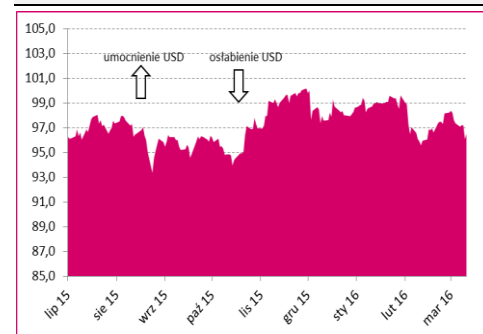
wcześniejszej zwyczajki. Euro potaniało między innymi w reakcji na wypowiedzi prezesa Europejskiego Banku Centralnego. M. Draghi powtórzył wcześniejsze zapewnienia, że bank jest gotowy do luzowania polityki monetarnej w marcu, jeśli niepewność na rynkach finansowych oraz efekty niskich cen energii miałyby obniżyć oczekiwania inflacyjne w strefie euro. Czynnikiem przeceniającym wspólną walutę była ponadto retoryka minutes ze styczniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Członkowie Rady Prezesów EBC zastanawiali się czy w odpowiedzi na pogorszenie się sytuacji w światowej gospodarce na początku roku powinni zdecydować się na prewencyjne działanie obejmujące zwiększenie stymulacji.

Wykres 24 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań [w centach]



Źródło: Reuters

Wykres 25 Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Reuters

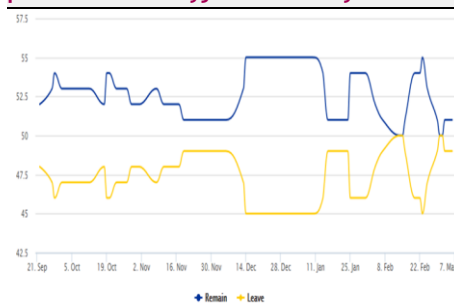
Przecena dolara miała swoje konsekwencje na rynku surowcowym

Przecena dolara w pierwszej połowie lutego miała swoje konsekwencje także na rynku surowcowym. W ślad za osłabieniem amerykańskiej waluty na wartości zyskiwała między innymi ropa naftowa, której cena osiągnęła poziom 37 USD za baryłkę. Sporo emocji wzbudzały także informacje w sprawie porozumienia Arabii Saudyjskiej i Rosji na temat zamrożenia poziomów wydobycia na dotychczasowym poziomie, co miałyby być pierwszą próbą ustabilizowania nadpodaży surowca. Początkowo ropa drożała, jednak kolejne informacje nie pozostawiły złudzeń, iż o porozumienie obejmujące więcej państw wydobywców będzie niezwykle trudno. Sprzeciw do planów zamrożenia wydobycia na obecnym poziomie zgłosiła Wenezuela oraz Iran, który niedawno, po zniesieniu sankcji, powrócił do eksportu surowca i systematycznie zwiększa wydobycie. W konsekwencji potencjał do wzrostu cen ropy naftowej szybko został ograniczony.

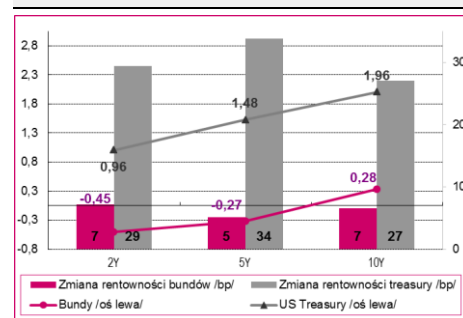
Cena złota znalazła się w minionym miesiącu na 13-miesięcznym maksimum

Luty to także spore zmiany na rynku złota. Cena kruszcu znalazła się w minionym miesiącu na 13-miesięcznym maksimum. Uważamy, iż zwyczajka cen złota ma uzasadnienie także w kolejnych miesiącach. Sprzyjać jej będą przede wszystkim czynniki fundamentalne związane z malejącym wydobyciem kopalnianym po stronie podaży oraz łagodna polityka pieniężna największych banków centralnych sprzyjającej zakupom kruszcu w celach inwestycyjnych. Warto również podkreślić rosnący popyt ze strony przemysłu jubilerskiego. Zagrożenia dla wzrostu cen nie powinna generować także sytuacja na rynku walutowym. Dynamiczna aprecjacja dolara motywowana w ubiegłym roku rozbieżnościami w polityce pieniężnej prowadzonej w USA i strefie euro nie znajduje obecnie potwierdzenia, po tym jak Fed złagodził swoje stanowisko na początku bieżącego roku. W naszej ocenie złoto ma potencjał do zwyczajki wartości i zbliżenia się notowań do najwyższego poziomu od czterech lat tj. bariery 1500 USD za uncję. Z kolei w przypadku wystąpienia zjawisk wspierających przecenę kruszcu uważamy, iż skutecznym poziomem oporu pozostanie psychologiczna bariera 1000 USD za uncję. Podsumowując uważamy, iż ceny uncji złota w 2016 roku powinny poruszać się w przedziale 1000 - 1500 USD, przy czym w najbliższych miesiącach większe prawdopodobieństwo dotyczy zmierniania w kierunku 1500 USD za uncję. W szczególności, iż wsparciem dla zakupów złota każdorazowo będą momenty wzrostu awersji do ryzyka związane między innymi z napięciami geopolitycznymi, czy zbliżającym się referendum w Wielkiej Brytanii w sprawie opuszczenia Unii Europejskiej.

Wykres 26 Odsetek zwolenników i przeciwników wyjścia Wlk. Brytanii z UE



Wykres 27 Miesięczna zmiana rentowności Bondów i US Treasuries



Źródło: The Telegraph

Źródło: Reuters

Brexit a notowania funta brytyjskiego

Luty między innymi ze względu na szczyt Unii Europejskiej poświęcony Wielkiej Brytanii był niezwykle burzliwym miesiącem dla wartości brytyjskiego funta. Mimo, iż Londyn wynegocjował ustępstwa dotyczące między innymi zasiłków dla emigrantów, czy uznania, iż Wielka Brytania "nie jest zobowiązana do dalszej integracji politycznej z Unią Europejską", to 23 czerwca odbędzie się referendum w sprawie ewentualnego Brexitu tj. opuszczenia UE przez Wielką Brytanię. Początkowo w ślad za wynegocjowanymi przez premiera D.Camersona ustępstwami UE w kwestii członkostwa Wielkiej Brytanii sądzono, iż odsetek zwolenników pozostania kraju w strukturach unii wzrośnie. Dość nieoczekiwanie jednak poparcie dla wyjścia Wielkiej Brytanii z UE zgłosił Boris Johnson - burmistrz Londynu i jeden z najbardziej popularnych polityków na Wyspach. W rezultacie od czasu ogłoszenia przez B.Johnsona poparcia dla opuszczenia UE liczba zwolenników rezygnacji Wielkiej Brytanii z członkostwa w UE niemal zrównała się z osobami deklarującymi chęć pozostania kraju w szeregach unii. Reakcją kursu GBP/USD na te wydarzenia był największy od sześciu lat jednodniowy spadek wartości brytyjskiego funta i osiągnięcie przez kurs minimum z 2009 roku. W ostatnich dniach niepewność co do przyszłości Wielkiej Brytanii w UE zwiększały także informacje brytyjskiej prasy bulwarowej, iż królowa Elżbieta II opowiada się za rezygnacją z członkostwa. Pomimo oficjalnego zapewnienia, że królowa Elżbieta II nie angażuje się w polityczne spory presja na wartość funta utrzymuje się. Niewykluczone zatem, iż drugi kwartał tego roku będzie czasem presji na brytyjską walutę w szczególności, iż wsparcia dla wyceny funta nie będą stanowić oczekiwania na normalizację polityki pieniężnej. Te z każdym kolejnym kwartalnym raportem o inflacji wskazującym na uporczywie niską inflację i słabnący wzrost gospodarczy ulegają odsunięciu w czasie. Co więcej, w lutym podczas prezentacji najnowszego raportu, prezes BoE zwrócił uwagę, że rozważana jest nawet możliwość poluzowania polityki monetarnej, jeśli zajdzie taka potrzeba, jednak na chwilę obecną nie są rozważane ujemne stopy procentowe.

W naszej ocenie presja na spadek wartości wspólnej waluty utrzyma się w kolejnych miesiącach

Po tym jak w marcu Europejski Bank Centralny zdecydował o agresywnym łagodzeniu polityki pieniężnej zaskakując rynek między innymi obniżką podstawowej stopy procentowej, czy silniejszym od oczekiwań zwiększeniem wartości programu QE kurs EUR/USD zniżył do 1,0850 tj. minimum z końca stycznia. W naszej ocenie presja na spadek wartości wspólnej waluty ze strony polityki pieniężnej EBC utrzyma się także w kolejnych miesiącach. Dodatkowo niżkę eurodolara nasilać mogą sygnały ze Stanów Zjednoczonych. Po tym jak oczekiwania rynku nie zakładają kontynuacji normalizacji polityki monetarnej za niespodziankę premiującą wartość dolara będzie można uznać jakiegokolwiek wzmianki członków Fed na temat możliwej podwyżki kosztu pieniądza. W naszej ocenie druga połowa roku może przynieść dalsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA. Kolejnym źródłem spadku pary EUR/USD może okazać się wzrost awersji do ryzyka związany z możliwymi napięciami geopolitycznymi, czy powrotem obaw o tzw. „twarde lądowanie” chińskiej gospodarki. Podsumowując uważamy, iż w najbliższych miesiącach kurs EUR/USD ma szansę przejściowo zniżkować w okolice parytetu.

Makro i rynek

raport miesięczny

Spread amerykańskiej 2-latki do 30-latki na poziomie 175 bps był najniższy od grudnia 2008 roku

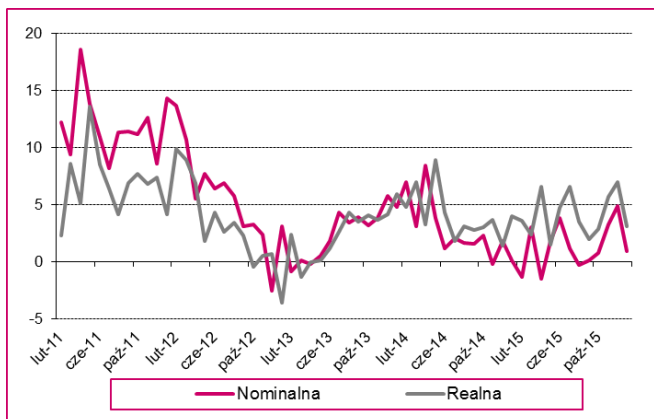
Wsparciem dla 2-latki amerykańskiej będzie powrót oczekiwań na kontynuację normalizacji polityki pieniężnej przez Fed - prawdopodobnie w drugiej połowie roku

Luty przyniósł kontynuację, zapoczątkowanego w styczniu, spadkowego trendu rentowności obligacji niemieckich. W ślad za łagodną retoryką wypowiedzi przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego oraz rozczarującymi danymi z gospodarki strefy euro zwiększającymi oczekiwania na podjęcie przez bank kolejnych, niestandardowych działań luzujących politykę pieniężną podczas marcowego posiedzenia dochodowość Bundu zniżyła do poziomu 0,11% tj. zaledwie 3 bps więcej od historycznego minimum osiągniętego w kwietniu 2015 roku. W ubiegłym miesiącu najniższy w historii poziom -0,57% wyznaczyły natomiast niemieckie 2-latki. W lutym spadek dochodowości towarzyszył także długoterminowym obligacjom Stanów Zjednoczonych. W pierwszej połowie minionego miesiąca rentowność Treasuries obniżyła się do minimum z maja 2015 roku tj. 1,64%, choć jeszcze na koniec ubiegłego roku wynosiła 2,25%. W lutym w przeciwną stronę poruszyła się natomiast notowania krótkoterminowego długu USA. Rentowność amerykańskich 2-latek wzrosła na koniec lutego do 0,79%. Zwykły trend 2-latek kontynuowany był także w marcu, co przy relatywnie stabilnych notowaniach długoterminowego długu doprowadziło do wyłuszczenia amerykańskiej krzywej. Spread 2-latki do 30-latki USA na poziomie 175 bps był najniższy od grudnia 2008 roku. Komentując zmiany na bazowych rynkach długu w lutym warto odnieść się także do sytuacji japońskich obligacji. W połowie lutego zaczęła obowiązywać ujemna stopa procentowa ogłoszona przez Bank Japonii 29 stycznia. W reakcji na złagodzenie polityki pieniężnej Japonia jako pierwszy kraj z grupy G7 uzyskała podczas przetargu ujemną rentowność obligacji 10-letnich. Ich średnia rentowność wyniosła -0,024%, a popyt był ponad 3-krotnie wyższy niż podaż. Warto dodać, iż obecnie dochodowość 30-letniego długu Japonii to 0,50%.

Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego w marcu kolejny raz udowodniło, iż wpływ programu QE na rynek długu obowiązuje do momentu oficjalnego ogłoszenia decyzji - w tym przypadku o zwiększeniu wartości skupu aktywów i wydłużeniu okresu jego obowiązywania - a nie z chwilą ogłoszenia modyfikacji. Kolejny raz bowiem reakcją rynku na złagodzenie stanowiska EBC była zwyżka dochodowości obligacji, mimo iż zaproponowane przez bank działania w postaci zwiększenia zakupów europejskiego długu, oznaczać powinny wzmocnienie strony popytowej, a w konsekwencji spadek dochodowości. Przed oficjalną decyzją EBC rynek zdyskontował całość proponowanych zmian i wykorzystał posiedzenie do realizacji zysków. Tylko w przypadku 2-letniego długu Niemiec wzrost dochodowości w dniu posiedzenia EBC wyniósł 7 bps, a rentowność zawróciła z historycznego minimum. Podobny trend towarzyszył wycenie długoterminowego długu Niemiec, a także pozostałych obligacji państw strefy euro. Z tego powodu uważamy, iż potencjał do znizki krótkoterminowego długu Niemiec uległ wyczerpaniu, a powrót do rekordowego poziomu -0,57% będzie niezwykle trudny. Tym bardziej, iż prezes M. Draghi podczas posiedzenia w marcu stwierdził, iż opierając się na obecnych ocenach gospodarki nie należy spodziewać się dalszych obniżek stóp procentowych. Podobnie prezentują się także perspektywy 2-latek amerykańskich. Tu również oczekujemy wzrostu dochodowości, choć wyraźnie należy podkreślić, iż potencjał do zwyżki rentowności długu USA jest zdecydowanie bardziej znaczący aniżeli w przypadku analogicznego długu Niemiec. Uważamy, iż wsparciem dla 2-latki amerykańskiej będzie powrót oczekiwań na kontynuację normalizacji polityki pieniężnej przez Fed - prawdopodobnie w drugiej połowie roku - w ślad za poprawiającymi się wynikami gospodarki.

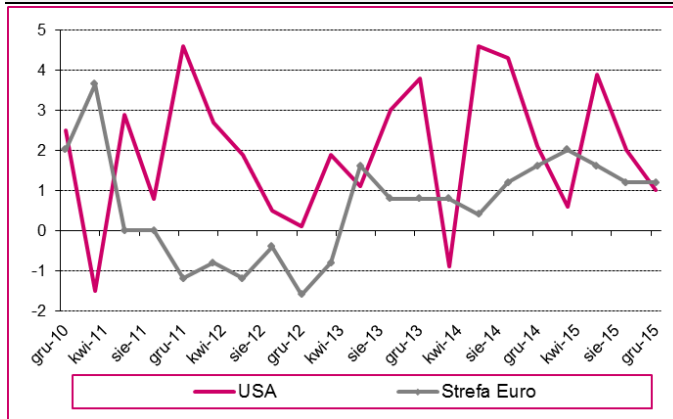
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 28 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



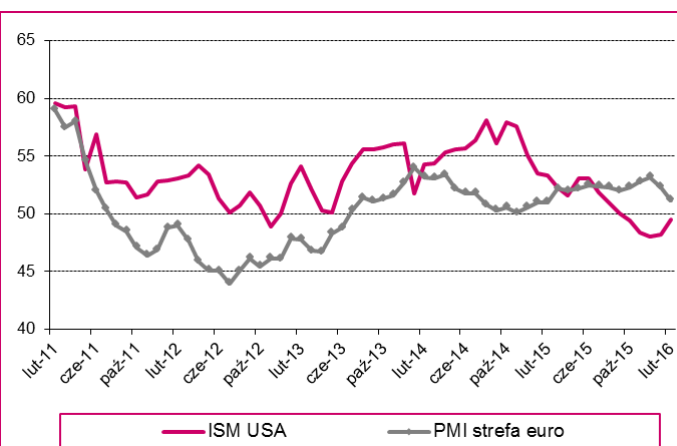
Źródło: GUS

Wykres 29 Annualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



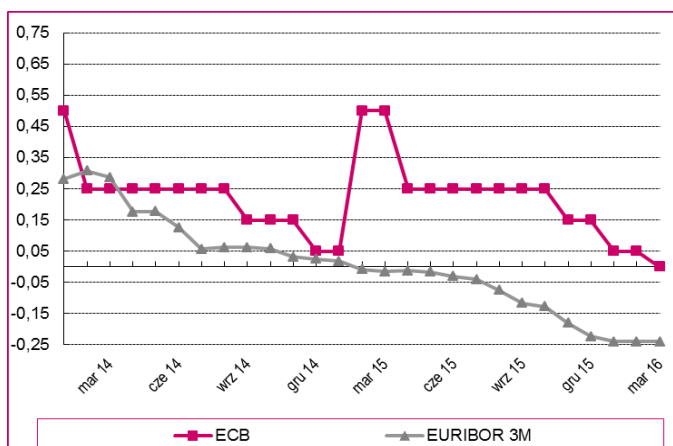
Źródło: Reuters, obliczenia własne

Wykres 30 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



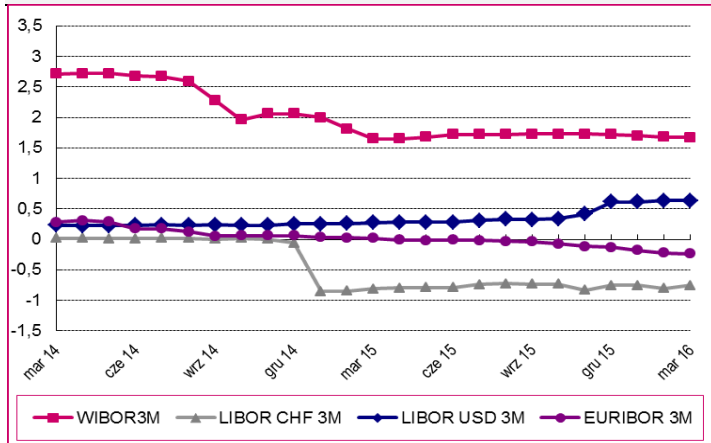
Źródło: Reuters

Wykres 31 Stawka EURIBOR 3M i stopa procentowa EBC [%]



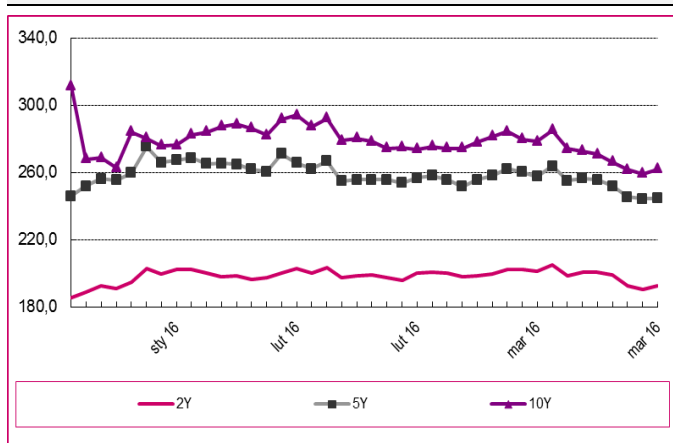
Źródło: Reuters

Wykres 32 Notowania stawek WIBOR, LIBOR i EURIBOR [bps]



Źródło: Reuters

Wykres 33 Spread polskich SPW do niemieckich obligacji



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut-16	mar-16
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5
Inflacja bazowa (% r/r)	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-0,9	-0,7
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,2	8,5	7,2	8,3	8,9	9,3	9,1	10,2	10,4	10,2
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,4	3,7	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	3,5
Sprzedż detaliczna (% r/r)	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	2,9	2,8
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-963	-1110	-654	-768	-163	582	-410	395	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,3	12,1	2,5	-	-
Import (EUR, % r/r)	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,3	3,8	2,6	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,7	2,9
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,4	2,4
Stopa bezrobocia (%)	10,2	10	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,1
Stopa referencyjna (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	1,66	1,66	1,66	1,67	1,67	1,67	1,65	1,60	1,57	1,57
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,68	1,67
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,98	1,81	1,87	1,79	1,65	1,61	1,58	1,54	1,46	1,45
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,74	2,49	2,51	2,39	2,09	2,08	2,23	2,39	2,25	2,15
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,33	2,95	2,98	2,85	2,68	2,69	2,95	3,16	2,96	2,88
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,30
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,89
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,11	1,10	1,12	1,12	1,10	1,06	1,09	1,08	1,09	1,11

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
PKB (mld PLN)	1361,8	1445,1	1566,6	1 629,0	1 656,3	1 719,1	1 790,1	1867,1
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	3,3	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	5,6
Stopa bezrobocia	12,1	12,3	12,5	13,4	13,4	11,4	9,8	9,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,2	-1,6
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	0,8
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)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,8	-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	4,20
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,86	2,97	3,44	3,09	3,02	3,39	3,92	3,90

Źródło: GUS, NBP, Reuters, prognozy Banku Millennium

KALENDARIUM

Marzec / Kwiecień

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

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

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analityk 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 jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.