

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

11 kwietnia 2016

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska

Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Podsumowanie miesiąca

- Miesięczne dane z gospodarki realnej za luty pokazują przyśpieszenie wzrostów po słabszych odczytach w styczniu. Bardzo dobrze wyglądają też indeksy koniunktury. Indeks PMI po nieoczekiwanym silnym wzroście w lutym, przyśpieszył w marcu do 53,8 pkt. z 52,8 pkt. Głównym czynnikiem poprawy koniunktury był wzrost nowych zamówień i to zarówno krajowych, jak i eksportowych. Produkcja sprzedana polskiego przemysłu wzrosła w lutym o 6,7% r/r po wzroście o 1,4% r/r w styczniu, a po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja zwiększyła się o 3,0% r/r po wzroście o 3,3% r/r w styczniu. Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym wzrosła o 6,2% r/r po wzroście o 3,2% r/r miesiąc wcześniej. Struktura sprzedaży odzwierciedla duży optymizm konsumentów, widoczny również w najwyższych od 2008r. wskaźnikach ufności konsumenckiej. Wskaźnik opisujący oczekiwaną zmianę sytuacji finansowej gospodarstw domowych w ciągu następnych 12 miesięcy był w lutym najwyższy w historii. Optymizm ten jest związany z dobrą sytuacją na rynku pracy oraz częściowo ze spodziewanym wzrostem dochodów po uruchomieniu programu Rodzina 500+. Optymizm nieco osłabł w marcu, jednak w naszej ocenie była to tylko korekta w trendzie wzrostowym. W najbliższym czasie spodziewamy się wzrostu roli konsumpcji, jako filara wzrostu gospodarczego oraz pewnego wyhamowania inwestycji.
- Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2015 r. stanowił 2,5% PKB wobec 3,3% PKB w 2014 r. Jednocześnie pomimo dobrej sytuacji w gospodarce i solidnego wzrostu gospodarczego zadłużenie sektora finansów publicznych wzrosło do 51,5% PKB wobec 50,5% w 2014r. Deficyt w ubiegłym roku był niższy niż wcześniej szacowano, jednak jego spadek nie był osiągnięty dzięki zmianom fiskalnym. Deficyt strukturalny się więc zapewne nie zmniejszył. W 2016r. deficyt prawdopodobnie będzie pod kontrolą i nie przekroczy 3,0% PKB, pomimo finansowania programu Rodzina 500+, głównie dzięki dużym jednorazowym dochodom budżetu. Problemy z osiągnięciem celu fiskalnego pojawią się prawdopodobnie w 2017r. Sytuacja budżetu w 2017r. stawia pod znakiem zapytania podniesienie kwoty wolnej od podatku i powrót do niższego wieku emerytalnego. Podwyżka kwoty wolnej od podatku będzie zapewne dokonywana stopniowo, w przypadku wieku emerytalnego możliwe jest rozwiązanie kompromisowe pomiędzy obowiązującym wcześniej a obecnym. Mało prawdopodobny jest też powrót do niższych stawek VAT w przyszłym roku. Minister Szatamacha przyznał, że nie zarekomenduje takiego rozwiązania.
- Marzec przyniósł kontynuację umocnienia złotego, choć w drugiej połowie miesiąca trend aprecjacyjny nieco wyhamował. Mimo to kurs EUR/PLN z poziomu 4,34 obniżył się do 4,23 notując tym samym tegoroczne minimum. Warto w tym miejscu przypomnieć, iż jeszcze w połowie stycznia kurs wynosił 4,51. Źródłem aprecjacji polskiej waluty pozostawało łagodne nastawienie największych banków centralnych, w tym EBC i Fed, przy stabilizacji stóp procentowych w Polsce. W tym kontekście nie bez znaczenia dla wyceny złotego była ponadto decyzja węgierskiego banku centralnego, który w marcu dość nieoczekiwanie zdecydował o cięciu kosztu pieniądza, w tym sprowadzeniu stopy depozytowej do ujemnego poziomu.

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%	26-27 kwi	0,25%-0,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	16 cze	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	21 kwi	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	5-6 maj	1,50%

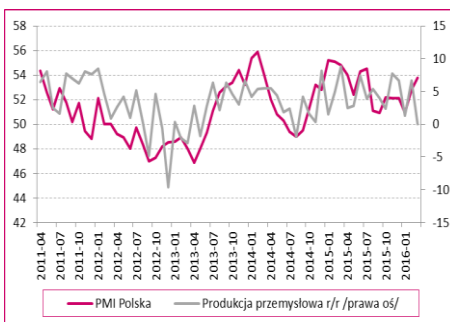
Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Miesięczne dane z gospodarki realnej za luty pokazują przyśpieszenie wzrostów po słabszych odczytach w styczniu

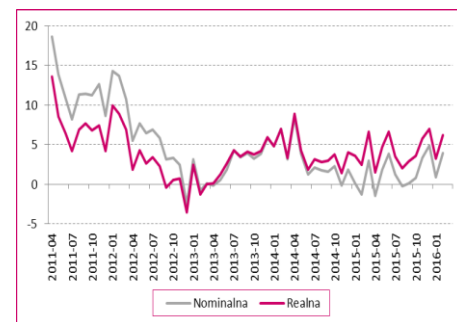
Miesięczne dane z gospodarki realnej za luty pokazują przyśpieszenie wzrostów po słabszych odczytach w styczniu, jednak wahania te wynikają głównie z wpływu czynników o charakterze statystycznym (liczba dni roboczych i handlowych). Bardzo dobrze wyglądają natomiast indeksy koniunktury. Indeks PMI, który jest najbardziej wiarygodnym indeksem koniunktury w sektorze przemysłowym, po nieoczekiwanym silnym wzroście w lutym, przyśpieszył w marcu do 53,8 pkt. z 52,8 pkt. Głównym czynnikiem poprawy koniunktury był wzrost nowych zamówień i to zarówno krajowych, jak i eksportowych. W marcu wszystkie główne subindeksy, tzn. produkcja, nowe zamówienia, eksport i poziom zatrudnienia wskazywały na wzrost w szybszym tempie niż w lutym. Okres nieprzerwanej poprawy koniunktury, tzn. odczytu PMI powyżej 50 pkt., wydłużył się do 18 miesięcy. Wzrost indeksu został osiągnięty pomimo stabilizacji u naszych głównych partnerów handlowych, i w naszej ocenie mógł być odciążeniem spadków z przetoku roku, które były spowodowane wzrostem niepewności w krajowej gospodarce w związku ze zmianami instytucjonalnymi. Pomimo obaw o kondycję światowej gospodarki popyt zagraniczny na polskie towary pozostaje relatywnie silny. Wg naszego szacunku w marcu produkcja przemysłowa wzrosła o 4,0% r/r. W tym miesiącu efekt dni roboczych był neutralny.

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



Źródło: Datastream

Wykres 2 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



Źródło: Datastream

Rośnie optymizm konsumentów

Produkcja sprzedana polskiego przemysłu wzrosła w lutym o 6,7% r/r po wzroście o 1,4% r/r w styczniu. Tak jak wspominaliśmy, roczna dynamika była wspierana przez efekt kalendarzowy, a po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja wzrosła o 3,0% r/r po wzroście o 3,3% r/r w styczniu. W ujęciu rok do roku produkcja zwiększyła się w 29 spośród 34 działów przemysłu. Efekt kalendarzowy miał także pozytywny wpływ na dane o sprzedaży detalicznej, która w ujęciu realnym wzrosła o 6,2% r/r po wzroście o 3,2% r/r w styczniu. W cenach bieżących odnotowano natomiast wzrost o 3,9% r/r wobec 0,9% r/r przed miesiącem. W ujęciu realnym roczny spadek zanotowano jedynie w przypadku sprzedaży paliw oraz w kategorii pozostałe, natomiast wzrosty sprzedaży dóbr związanych z czynnikami dochodowymi (odzież, rtv i agd, samochody) były dwucyfrowe, co sugeruje duży optymizm konsumentów. Faktycznie, publikowane przez GUS wskaźniki ufności konsumenckiej zbliżyły się w lutym do rekordowych odczytów z 2008r. Wskaźnik opisujący oczekiwaną zmianę sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w ciągu następnych 12 miesięcy był najwyższy w historii. Optymizm ten jest związany z dobrą sytuacją na rynku pracy oraz ze spodziewanym wzrostem dochodów po uruchomieniu programu Rodzina 500+. Wskaźniki nieco spadły w marcu, jednak zapewne była to tylko korekta w trendzie wzrostowym. Szacujemy, że w marcu sprzedaż wzrosła realnie o 7,0% r/r.

W najbliższym czasie spodziewamy się wzrostu roli konsumpcji, jako filara wzrostu gospodarczego

W najbliższym czasie spodziewamy się wzrostu roli konsumpcji, jako filara wzrostu gospodarczego. Inwestycje będą zapewne rosły wolniej, na co może wskazywać obserwowane w lutym dalsze załamanie w sektorze budowlanym. Produkcja budowlano-montażowa spadła o 10,5% r/r po spadku o 8,6% r/r w styczniu. Spadki odnotowano we wszystkich kategoriach przedsiębiorstw budowlanych, jednak najsilniejsze, o 20,5% r/r, w jednostkach specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Sugeruje to wyraźne ograniczenie inwestycji

Po styczniu, po raz pierwszy w historii odnotowano nadwyżkę na rachunku bieżącym w ujęciu płynnego roku

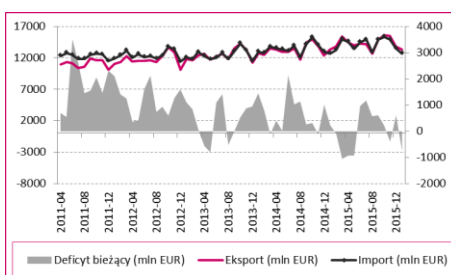
W styczniu wyraźnie wyhamowały wolumeny wymiany towarowej, co było jednak związane z czynnikami statystycznymi

infrastrukturalnych. Wg naszych szacunków produkcja budowlano-montażowa spadła w marcu o 12,0% r/r. Prognoza PKB na 2016r. pozostaje niezmienną i wynosi 3,5%.

Dane NBP pokazały, że po styczniu, po raz pierwszy w historii danych bilansu płatniczego odnotowano nadwyżkę na rachunku bieżącym w ujęciu płynnego roku. Wyniosła ona 25 mln EUR, wobec deficytu 967 mln EUR w 2015r., który i tak był bardzo niski i stanowił zaledwie 0,2% PKB. Warto dodać, że w 2008r. deficyt bieżący stanowił 6,7% PKB. Poprawa na rachunku bieżącym w ostatniej dekadzie została osiągnięta dzięki systematycznemu wzrostowi nadwyżki na rachunku usług oraz wyraźnej poprawie salda wymiany towarowej po 2008r. Jednocześnie pogłębiało się ujemne saldo dochodów pierwotnych, za sprawą rosnących dochodów z inwestycji bezpośrednich. W 2016r. łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego było dodatnie, równe 2,1% PKB. Potwierdza to stabilność gospodarki i spadek uzależnienia od zagranicznych źródeł finansowania.

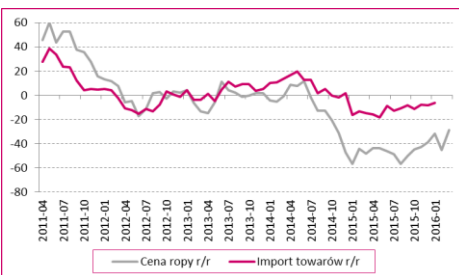
W samym styczniu rachunek bieżący wykazał nadwyżkę 764 mln EUR wobec deficytu 967 mln EUR w grudniu. W styczniu wyraźnie wyhamowały wolumeny wymiany towarowej, co było jednak związane z czynnikami statystycznymi i jest spójne z miesięcznymi danymi o sprzedaży i produkcji za ten okres. Eksport towarów spadł o 0,4% r/r po wzroście o 11,5% r/r w grudniu. Import wzrósł o 0,1% r/r po wzroście o 3,8% r/r miesiąc wcześniej. W naszej ocenie wyhamowanie eksportu było jednorazowe, a w kolejnym miesiącach spodziewamy się powrotu wzrostów, na co wskazują dane o nowych zamówieniach eksportowych. Zarówno te publikowane przez GUS (wzrost o 35,6% r/r w lutym) jak i odpowiedni subindeks indeksu PMI. Import jest ograniczany przez spadające ceny ropy naftowej, która stanowi ok. 11% jego wartości. Ceny ropy przekładają się na dane o imporcie dopiero po 2-3 miesiącach, w związku z tym w kolejnych miesiącach statystyki importu będą odzwierciedlały obserwowane na początku roku spadki cen ropy naftowej. W średnim okresie import może jednak przyspieszyć w związku ze spodziewanym przez nas silniejszym wzrostem konsumpcji, m.in. w konsekwencji działania nowych programów socjalnych. Oczekujemy więc wzrostu deficytu bieżącego, jednak powinien on pozostać na niskim i łatwym do sfinansowania poziomie. Szacujemy, że w lutym deficyt bieżący wyniósł 260 mln EUR, eksport wzrósł o 3,6% r/r, import natomiast o 1,8% r/r.

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



Zródło: Datastream

Wykres 4 Import towarów i cena ropy naftowej w USD [% r/r]



Zródło: Datastream

Dalsza poprawa na rynku pracy

Sytuacja na rynku pracy ulega dalszej poprawie. Co prawda stopa bezrobocia rejestrowanego w lutym utrzymała się na poziomie ze stycznia i wyniosła 10,3%, to jednak eliminując wpływ czynników sezonowych nastąpił jej spadek do 9,4%, zbliżając się do historycznych minimów z końca 2009r. Liczba bezrobotnych wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy wzrosła w minionym miesiącu o 5,0% r/r, choć stanowili oni zaledwie połowę w ogólnej liczbie wyrejestrowań. Opublikowane w lutym dane potwierdzają narastające napięcia na polskim rynku pracy. Kolejny miesiąc z rządu liczba ofert pracy rośnie w tempie dwucyfrowym i w lutym ich roczna dynamika wyniosła 42,0%. W konsekwencji systematycznie obniża się liczba bezrobotnych przypadających na jedną ofertę zatrudnienia. Z punktu widzenia pracodawcy oznacza to rosnące problemy z pozyskaniem odpowiedniego pracownika. Znajduje to odzwierciedlenie w rosnącej liczbie nieobsadzonych miejsc pracy. W rezultacie problem ze znalezieniem pracowników staje się coraz bardziej odczuwalną barierą prowadzenia działalności gospodarczej. Najczęściej wskazują na to firmy zajmujące się produkcją samochodów, mebli, czy też pozostałego sprzętu transportowego.

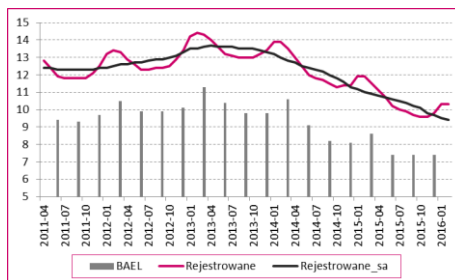
Zatrudnienie utrzymuje się w trendzie wzrostowym

Na solidny popyt na pracę wskazują też dane z sektora przedsiębiorstw. Dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób wzrosła w lutym do 2,5% r/r z 2,3% r/r w styczniu. W samym lutym liczba etatów wzrosła o 8,2 tys. i był to najlepszy wynik lutego od 2011r. Wynik ten jest tym lepszy, że miesiące zimowe ze względu na niekorzystne warunki pogodowe nie sprzyjają prowadzeniu prac sezonowych. Rosnące zapotrzebowanie na pracowników potwierdzają też odczyty indeksu PMI. W marcowym badaniu przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego wskazywali, że wzrost poziomu zatrudnienia był najszybszy od roku. Zdaniem autorów badania wzrost liczby miejsc pracy w polskim sektorze przemysłowym utrzymuje się od 32 miesięcy i jest najdłuższy w historii badań. Sugeruje to utrzymanie obecnych trendów także w kolejnych miesiącach. Według naszych szacunków zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 2,5% r/r, natomiast stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się według szacunków MRPIPS do 10,0%.

Dynamika płac utrzymuje się na umiarkowanym poziomie

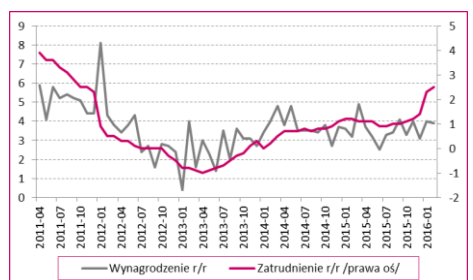
Poprawie sytuacji na rynku pracy towarzyszy tylko umiarkowana presja płacowa. W lutym dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała nieznacznie do 3,9% r/r w ujęciu nominalnym z 4,1% r/r w styczniu. W kolejnych kwartałach presja płacowa powinna stopniowo narastać, choć nie spodziewamy się silnego wzrostu płac. Z badań NBP wynika, że w perspektywie całego roku 2016 podwyżki wynagrodzeń przewidywane są w 46,1% przedsiębiorstw, a kolejne 12,6% firm rozważa wzrost przeciętnych płac w 2017 r. Nie wzrosła natomiast planowana średnia wysokość podwyżek wynagrodzeń. Większość podwyżek płac będzie umiarkowana co do skali. Relatywnie wysokie podwyżki płac, wyższe niż 10%, planowane są nadal rzadko (tj. w co piątej firmie podnoszącej wynagrodzenia).

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Początek roku przyniósł pogłębienie się deflacji

Deflacja nie odpuszcza. W lutym wskaźnik CPI wyniósł minus 0,8% r/r wobec -0,9% r/r w styczniu i -0,5% r/r w grudniu ubiegłego roku. Był to dwudziesty miesiąc kiedy wskaźnik CPI pozostawał ujemny. Czynnikiem przesądającym o pogłębieniu się deflacji w Polsce pozostają spadające ceny paliw na stacjach benzynowych. W samym lutym nastąpił ich spadek o 3,7% po spadku o 3,9% w styczniu, zaś w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego obecnie są one niższe o 11,3%. Pogłębienie się deflacji na początku roku wspomogły też spadki cen regulowanych w zakresie nośników energii, które w lutym były o 2,7% niższe niż przed rokiem. Według szacunku flash deflacja pogłębiła się w marcu i wyniosła -0,9% r/r.

GUS opublikował nowy koszyk inflacyjny. Jednocześnie zrewidowany w dół został odczyt inflacji w styczniu, który wyniósł -0,9% wobec -0,8% r/r szacowanych wstępnie. W strukturze koszyka nastąpił nieznaczny spadek wagi żywności, transportu i restauracji oraz hoteli. Wzrosło natomiast znaczenie odzieży i obuwia, zdrowia, rekreacji i kultury. Opublikowanie szczegółowego koszyka inflacyjnego pozwoliło też wyliczyć miary inflacji bazowej dla danych ze stycznia i lutego. Według szacunków NBP od stycznia, po raz pierwszy w historii, wszystkie miary inflacji bazowej są ujemne. Najważniejsza z miar, inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła -0,1% r/r, podobnie jak w styczniu, i była najniższa od czerwca 2006. Pomimo dominującej roli czynników podaźowych,

System wag inflacji

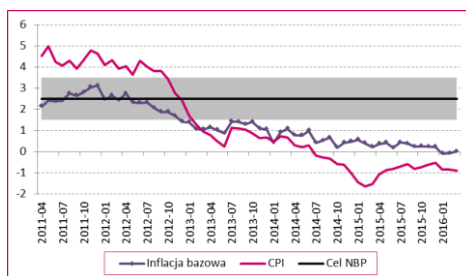
	2015	2016
Żywność i napoje bezalk.	24,36	24,04
Napoje alkohol. i tytoni	6,53	6,56
Odzież i obuwie	5,35	5,47
Użytkowanie mieszkania	21,06	21,04
Wypożyczenie mieszkania	4,85	4,99
Zdrowie	5,20	5,45
Transport	9,02	8,72
Łączność	5,28	5,27
Rekreacja i kultura	6,42	6,63
Edukacja	1,04	1,01
Restauracje i hotele	5,24	5,04
Inne	5,65	5,78

Makro i rynek

raport miesięczny

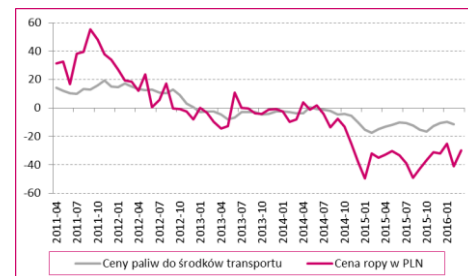
presja cenowa w całej gospodarce, praktycznie nie istnieje. Należy przy tym dodać, że występująca w Polsce deflacja nie powoduje negatywnych skutków w postaci spirali deflacyjnej ze względu na jej przejściowy i podażowy charakter, ma natomiast pozytywny wpływ na gospodarkę, gdyż powoduje wzrost realnych dochodów i wspiera konsumpcję.

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



Źródło: GUS, NBP

Wykres 8 Ceny ropy Brent w PLN i ceny paliw do środków transportu [% r/r]



Źródło: Datastream

Wygasanie deflacji następuje wolniej od oczekiwań

Deflacja cen konsumenta powinna stopniowo wygasać, choć obniżka taryfy gazowej przez PGNiG, która wejdzie w życie 1 kwietnia, ten proces spowolni. Nowa taryfa zakłada spadek cen gazu ziemnego w stosunku do taryfy obecnie obowiązującej o 5,3% dla gospodarstw domowych i o 6,8% dla odbiorców przemysłowych, co może obniżyć roczny wskaźnik CPI o ok. 0,05 pkt. proc. Wygasaniu deflacji, szczególnie w drugiej połowie roku sprzyjać będą efekty bazowe, gdyż silne spadki cen paliw pod koniec ubiegłego roku stanowiącą niską bazę odniesienia. Obecnie sytuacja na rynku ropy naftowej ustabilizowała się i cena za baryłkę ropy Brent oscyluje wokół 40 USD. Według naszych szacunków wskaźnik CPI powróci do wartości dodatnich dopiero w trzecim kwartale bieżącego roku i w całym roku przyjmie wartość średnio -0,4%.

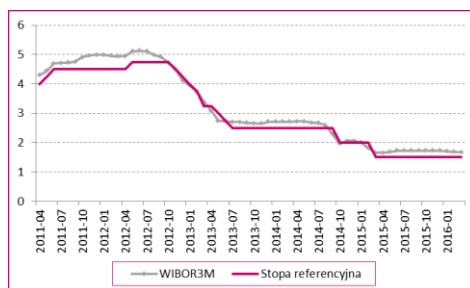
POLITYKA PIENIĘŻNA

Nowa RPP utrzymuje stopy na niezmiennym poziomie

W kwietniowym posiedzeniu RPP uczestniczyli wszyscy nowo powołani członkowie Rady Polityki Pieniężnej. Obradując w pełnym składzie RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co było decyzją zgodną z oczekiwaniami. Wymowa komunikatu opublikowanego po posiedzeniu Rady w niewielkim stopniu odbiega od komunikatów z poprzednich miesięcy.

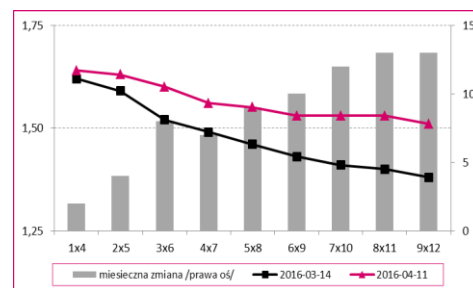
Rada podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Zawarte w komunikacie stwierdzenie w niewielkim stopniu pozwala określić bilans ryzyk dla aktualnego scenariusza Rady, który mógłby zmienić oczekiwaną obecnie ścieżkę stóp procentowych. Nieco więcej informacji w tym zakresie padło na konferencji RPP. Prezes M. Belka ocenił, że wydarzenia z ostatniego miesiąca nie uczyniły obniżki stóp bardziej prawdopodobną, zwracając uwagę, że pogłębieniu się deflacji na początku roku towarzyszyły dobre dane z polskiej gospodarki, wskazujące na jej solidny wzrost. Zdaniem prezesa NBP nie ma obecnie scenariusza drastycznego spowolnienia gospodarczego, które skłoniłoby RPP do obniżki stóp procentowych. Wypowiedzi te wspierają nasze oczekiwania zakładające utrzymanie stóp procentowych w tym roku na niezmiennym poziomie. Czynnikiem, który mógłby skłonić Radę do ewentualnej obniżki stóp mogłoby być spowolnienie wzrostu gospodarczego. W warunkach spadającego bezrobocia, rosnących dochodów gospodarstw domowych, a także wyższych transferów socjalnych scenariusz ten traktować należy jako alternatywny, a nie bazowy.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Wprowadzenie luzowania ilościowego w Polsce raczej mało prawdopodobne

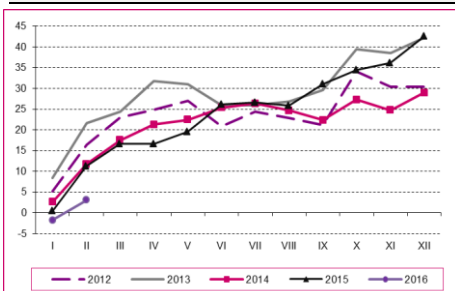
W ramach RPP toczyć się będzie zapewne dyskusja na temat możliwości wykorzystania niestandardowych narzędzi w polityce pieniężnej w ramach luzowania ilościowego. Możliwość ich zastosowania w przyszłości nie wykluczył m.in. E. Łon, w ocenie którego trzeba być w tym zakresie elastycznym i nie trzymać się ekonomicznych dogmatów. Większe zaangażowanie banku centralnego we wspieranie wzrostu gospodarczego wskazywał też prof. J. Żyżyński. Wydaje się jednak, że poglądy takie nie są podzielane przez większość członków RPP, którzy uznają, iż uznaje standardowe instrumenty polityki pieniężnej za wystarczające. W ocenie prof. Gatnara stosowanie niestandardowych instrumentów polityki monetarnej przez banki centralne może być problematyczne, a długoterminowe skutki niestandardowych instrumentów polityki monetarnej są ciągle niepewne. Potrzeby wsparcia gospodarki poprzez luzowanie ilościowe nie widzi także inny członek RPP Ł. Hardt, zwracając uwagę, że w polskiej gospodarce nie ma problemów z płynnością sektora bankowego, nie ma też problemu z finansowaniem projektów inwestycyjnych. W naszej ocenie polska gospodarka nie wymaga obecnie dodatkowych bodźców, szczególnie w formie luzowania ilościowego. Wzrost gospodarczy znajduje się na poziomie zbliżonym do potencjału, impuls fiskalny może wzrost dodatkowo napędzić, a dostęp do finansowania nie jest ograniczony, co widać w dynamicznym wzroście kredytów inwestycyjnych. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem polityki pieniężnej jest obecnie stabilizacja stóp procentowych. Pomimo wydłużającego się okresu deflacji w Polsce, solidny wzrost gospodarczy, napędzany częściowo przez impuls fiskalny, ograniczają przestrzeń do luzowania monetarnej.

W lutym budżet państwa odnotował deficyt w kwocie 4,86 mld PLN

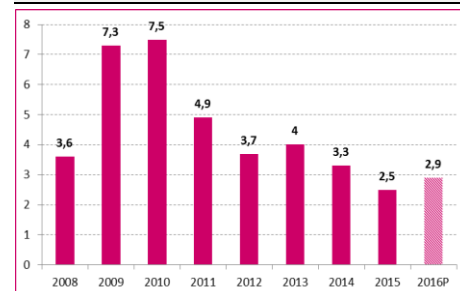
POLITYKA FISKALNA

Z operatywnego sprawozdania z wykonania budżetu państwa wynika, że po lutym deficyt budżetu wyniósł 3,1 mld PLN wobec nadwyżki 1,76 mld PLN w styczniu. W ciągu miesiąca odnotowano więc deficyt w kwocie 4,86 mld PLN. Po lutym dochody budżetu były o 19,1% wyższe niż w analogicznym okresie 2015r. W samym lutym odnotowano natomiast wzrost o 33,6% r/r, co jest konsekwencją niemal potrojenia się dochodów niepodatkowych, w związku z wplynięciem płatności za częstotliwości LTE w kwocie 9 mld PLN. Dochody podatkowe wzrosły w lutym zaledwie o 0,5% r/r po wzroście o 12,5% r/r w styczniu. Wyhamowanie jest konsekwencją spadku wpływów z tytułu VAT o 10,3% r/r, które w styczniu rosły o 18,4% r/r (co częściowo było efektem wprowadzonych w styczniu 2015 r. zmian w zakresie rozliczania VAT z importu przez upoważnionych przedsiębiorców), podczas gdy podatki dochodowe i akcyza utrzymały solidne wzrosty. Wpływy z CIT zwiększyły się o 9,3% r/r, z PIT o 6,1% r/r z tytułu akcyzy o 10,3% r/r. Wzrost wydatków znajdował się pod kontrolą i po dwóch miesiącach roku były one o 1,3% wyższe niż po lutym 2015r. Nie widzimy obecnie zagrożenia dla realizacji całorocznego planu budżetowego z deficytem równym 54,7 mld PLN, pomimo opóźnień we wprowadzeniu podatku od sprzedaży detalicznej. Opisane wcześniej wpływy z LTE i zysk NBP w połączeniu z podatkiem bankowym sfinansują wprowadzony od kwietnia program Rodzina 500+, którego koszt w 2016r. jest szacowany na 17 mld PLN.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Wykres 12 Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych [% PKB]



Źródło: MinFin

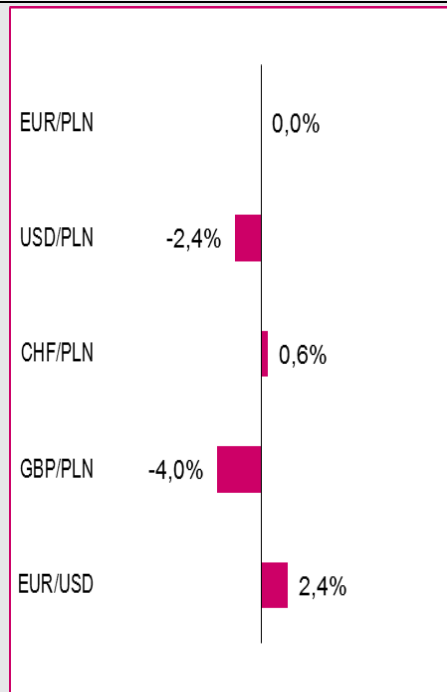
Źródło: Datastream, prognoza Millennium

Deficyt sektora general government w 2015r. wyniósł 2,5% PKB

GUS podał, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2015 r. stanowił 2,5% PKB wobec 3,3% PKB w 2014 r. Jednocześnie pomimo dobrej sytuacji w gospodarce i solidnego wzrostu gospodarczego wzrosło zadłużenie sektora finansów publicznych do 51,5% PKB z 50,5% w 2014r. Deficyt w ubiegłym roku był niższy niż wcześniej szacowano, jednak jego spadek nie był osiągnięty dzięki zmianom fiskalnym, deficyt strukturalny się więc zapewne nie zmniejszył. W 2016r. deficyt prawdopodobnie będzie pod kontrolą i nie przekroczy 3,0% PKB, pomimo finansowania programu Rodzina 500+, głównie dzięki dużym jednorazowym dochodom budżetu. Problemy z osiągnięciem celu fiskalnego pojawią się prawdopodobnie w 2017r., kiedy rząd będzie musiał sfinansować program dopłat dla dzieci za cały rok, czego koszt jest szacowany na 23 mld PLN. Wiceminister finansów Leszek Skiba przyznał, że w celu utrzymania deficytu instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 3,0% PKB w 2017r. ściągalność podatków musi się poprawić o co najmniej 12 mld PLN. Najnowsze szacunki resortu przewidują, że uszczelnienie systemu podatkowego w przyszłym roku przyniesie do budżetu zwiększone wpływy o 12 mld PLN, w 2018 o 10 mld PLN, a w 2019 o 8 mld PLN. W miarę uszczelniania systemu, dodatkowe korzyści będą więc coraz mniejsze. Założenia rządu są bardzo optymistyczne, jednak nie niemożliwe do zrealizowania. Sytuacja budżetu w 2017r. stawia pod znakiem zapytania wprowadzenie kolejnych sztandarowych zmian obecnej ekipy rządzącej, tj. podniesienie kwoty wolnej od podatku i powrót do niższego wieku emerytalnego. Podwyżka kwoty wolnej od podatku będzie zapewne dokonywana stopniowo, w przypadku wieku emerytalnego możliwe jest rozwiązanie kompromisowe pomiędzy obowiązującym wcześniej a obecnym. Mało prawdopodobny jest też powrót do niższych stawek VAT w przyszłym roku. Minister Szatamacha przyznał, że nie zarekomenduje takiego rozwiązania.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

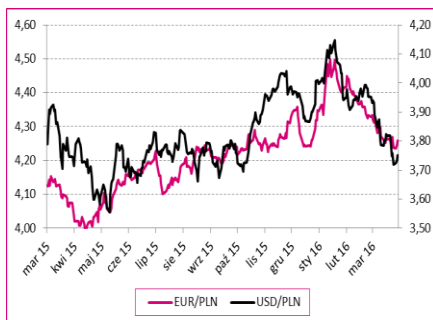


Źródło: Reuters

Marzec przyniósł kontynuację umocnienia złotego, choć w drugiej połowie miesiąca trend aprecjacyjny nieco wyhamował. Mimo to kurs EUR/PLN z poziomu 4,34 obniżył się do 4,23 notując tym samym tegoroczne minimum. Warto w tym miejscu przypomnieć, iż jeszcze połowie stycznia kurs wynosił 4,51. Źródłem aprecjacji polskiej waluty pozostawało łagodne nastawienie największych banków centralnych, w tym EBC i Fed, przy stabilizacji stóp procentowych w Polsce. W tym kontekście nie bez znaczenia dla wyceny złotego była ponadto decyzja węgierskiego banku centralnego, który w marcu dość nieoczekiwanie zdecydował o cięciu kosztu pieniądza, w tym sprowadzeniu stopy depozytowej do ujemnego poziomu. Co więcej zgodnie z opublikowanym komunikatem bank centralny Węgier spodziewa się dalszych cięć kosztu pieniądza do czasu, gdy cel inflacyjny stanie się osiągalny. W reakcji kurs EUR/HUF wzrósł przejściowo do 2-miesięcznego maksimum kontrastując z wyceną złotego. Równie niespodziewanym wynikiem zakończyło się marcowe posiedzenie banku centralnego Turcji. Mimo, iż stopa benchmarkowa została utrzymana na poziomie 7,50% to wbrew oczekiwaniom o 25 bps do 10,5% obniżono stopę overnight. Z tych powodów złoty był najlepiej radzącą sobie walutą regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Marzec to także dynamiczne zmiany w notowaniach pozostałych par złotych, choć związane w większym niż w przypadku kursu EUR/PLN, wpływem sytuacji na międzynarodowym rynku walutowym. Kurs USD/PLN, napędzany dynamiczną zwyżką notowań eurodolara, obniżył się w marcu do minimum z października 2015 roku tj. poziomu 3,71. Na przestrzni całego minionego miesiąca dolar potaniał względem złotego aż o 31 groszy. W skali całego kwartału natomiast aż o 46 groszy. Nieco mniej burzliwy przebieg miały notowania pary GBP/PLN. Funt, będący pod presją sondaży w sprawie czerwcowego referendum na temat wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, na poziomie 5,35 PLN był najtańszy od grudnia 2014 roku, choć jeszcze na koniec lutego kosztował 5,54 PLN, a w połowie stycznia aż 5,93.

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



Źródło: Reuters

Wykres 15 Najlepiej i najgorzej radzące sobie waluty CEE względem EUR w marcu



Źródło: Bloomberg

W naszej ocenie wpływ pozytywnych czynników dla złotego odpowiedzialnych za wyznaczenie przez kurs EUR/PLN tegorocznego minimum ulega wyczerpaniu

Wpływ pozytywnych dla złotego czynników w postaci spadku prawdopodobieństwa powrotu RPP do obniżek stóp procentowych, mniejszej presji na forsowanie prezydenckiej propozycji ustawy o konwersji walutowych kredytów hipotecznych i złagodzenia nastawienia największych banków centralnych świata oraz banku centralnego Węgier, odpowiedzialnych za wyznaczenie przez kurs EUR/PLN tegorocznego minimum ulega wyczerpaniu. Prawdopodobieństwo wystąpienia nowych, pozytywnych informacji dla polskiej waluty jest obecnie mniejsze niż możliwość przejściowych negatywnych fluktuacji złotego. W krótkim terminie bilans szans i zagrożeń uznajemy zatem za niesymetryczny. Z tego powodu uważamy, iż drugi kwartał może przynieść łagodne osłabienie złotego w szczególności, iż 13 maja planowany jest przegląd ratingu przez agencję Moody's, podczas którego w naszej ocenie agencja co najmniej obniży perspektywę ratingu Polski, a być może także i rating. Groźba obniżenia ratingu i perspektywy jest tym bardziej realna, iż na początku kwietnia Moody's krytycznie ocenił rosnące ryzyko polityczne związane ze sporem wokół Trybunału Konstytucyjnego, co może wpłynąć na zmniejszenie atrakcyjności Polski w oczach inwestorów zagranicznych. Dodatkowymi czynnikami ryzyka dla wartości walut regionu emerging markets będą momenty podwyższonej awersji do ryzyka wywoływanej między innymi napięciami geopolitycznymi, czy

Nachylenie krzywej SPW w marcu było najmniejsze od stycznia 2014 roku

W Q1 2016 MinFin sprzedał więcej obligacji niż w całym drugim półroczu 2015

W lutym banki zwiększyły portfel SPW o niemal 29 mld PLN tj. tyle ile łącznie w 15 wcześniejszych miesiącach

zaplanowane na 23 czerwca referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. W naszej ocenie drugi kwartał będzie zatem okresem umiarkowanej presji sprzedających na wycenę złotego. Skala deprecjacji będzie natomiast ograniczona ze względu na korzystny dysparytet w poziomie stóp procentowych pomiędzy Polską, a strefą euro i Węgrami utrzymujący zainteresowanie polską walutą wśród inwestorów zagranicznych. Głębszego osłabienia oczekujemy natomiast w czwartym kwartale, gdy złoty może znaleźć się pod presją sprzedających z uwagi na możliwy znaczący wzrost planowanego deficytu budżetowego. Budżet na 2017 rok rodzić może, ze względu na konieczność uwzględnienia pełnych kosztów wynikających między innymi z realizacji programu 500+, czy podwyższenia kwoty wolnej od podatku, napięcia związane z brakiem wystarczających wpływów w obliczu systematycznie zwiększającej się stronie 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

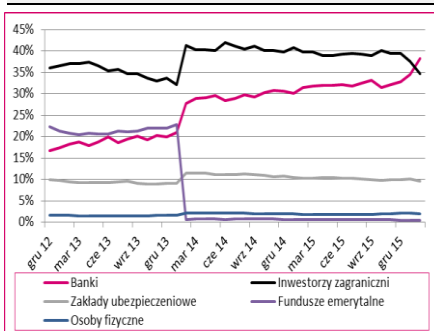
Marzec na rynku stopy procentowej to przede wszystkim posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, istotne ze względu na publikację najnowszej projekcji inflacji CPI i PKB. Bankierzy centralni utrzymali stopy procentowe na niezmiennym poziomie, choć M. Belka przyznał, że RPP nie wyklucza obniżki stóp w tym roku. Jak jednak pokazał opis z marcowego posiedzenia większość członków dostrzega potrzebę stabilizacji kosztu pieniądza w kolejnych miesiącach. Wyjątkiem pozostaje J. Żyżyński - członek debiutujący podczas kwietniowego posiedzenia Rady - który dostrzega „niewielką”, dokładnie 50 bps, przestrzeń do obniżki kosztu pieniądza. Spośród czynników zewnętrznych największe przełożenie na wycenę krajowego długu w marcu miały informacje dotyczące silniejszego od oczekiwań złagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro oraz bardziej gołębniej retoryki przedstawicieli Fed, w tym redukcji oczekiwanej skali podwyżek stóp procentowych w tym roku do 50 bps ze 100 bps szacowanej podczas grudniowego posiedzenia. Wspomniane wcześniej czynniki międzynarodowe odpowiadały za łagodny spadek dochodowości długiego końca krzywej podczas gdy obligacje o krótszych terminach zapadalności stabilizowały się w ślad za scenariuszem bazowym RPP dotyczącym perspektyw kosztu pieniądza. W rezultacie marzec był okresem wyptaszczenia krzywej. W połowie marca rentowność polskiej 10-latki obniżyła się do poziomu 2,80%, a 2-latka konsekwentnie od lutego koncentruje się wokół poziomu 1,45%. W rezultacie spread 10-latki do 2-latki na poziomie 135 bps odzwierciedlający nachylenie krzywej był najmniejszy od stycznia 2014 roku. Podobnie jak wynoszący 270 bps spread do Bundów, który z kolei osiągnął ponad 2-letnie maksimum.

W marcu Ministerstwo Finansów opublikowało plan podaży obligacji na kwiecień i drugi kwartał. Zgodnie z nim resort 7 kwietnia sprzedał obligacje OK1018 i DS0726 za 6,355 mld PLN, a 21 kwietnia zaoferuje obligacje za 4-9 mld PLN. Ich wybór uzależnia od sytuacji rynkowej, jednak bez obligacji oferowanych na pierwszym przetargu. Planowana łączna podaż obligacji w drugim kwartale ma wynieść od 20,0 do 30,0 mld PLN, co oznacza znaczące zmniejszenie w stosunku do sprzedaży w pierwszych trzech miesiącach tego roku, gdy MinFin na rynku krajowym pozyskał aż 52 mld PLN brutto tj. więcej niż w całym drugim półroczu 2015 roku i niemal 44 mld PLN netto. Ograniczenie podaży ma przede wszystkim związek ze sfinansowaniem 52% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Mimo to resort planuje ekspansję na rynki zewnętrzne. Szczególnie ciekawie prezentują się plany resortu finansów dotyczące zorganizowania pierwszej w historii sprzedaży obligacji denominowanych w juanach. Wartość obligacji miałyby wynieść równowartość maksymalnie pół miliarda dolarów.

W marcu poznaliśmy ponadto dane Ministerstwa Finansów dotyczące przepływów w portfelu krajowych obligacji skarbowych w lutym. Zgodnie z nimi luty był kolejnym, po rekordowym, bo ponad 13 mld PLN spadku w styczniu, miesiącem zmniejszenia zaangażowania inwestorów zagranicznych. Tym razem ubytek w portfelu tych inwestorów wyniósł nieco ponad 7 mld PLN. Spadek zaangażowania zagranicy kompensował jednak rekordowy napływ ze strony banków komercyjnych, w szczególności na krótki koniec krzywej będących alternatywą dla bonów pieniężnych NBP. Tylko w lutym zwiększyły one portfel SPW o niemal 29 mld PLN do nieco ponad 206 mld PLN tj. tyle ile łącznie we wcześniejszych 15 miesiącach. Tak dynamiczny napływ bankowego kapitału na polski rynek długu ma związek z wyłączeniem SPW z

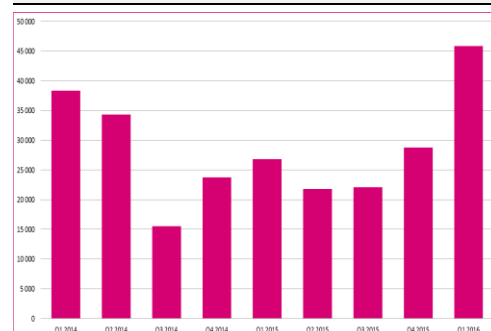
opodatkowania tzw. „podatkiem bankowym”. W rezultacie tych zmian w lutym, po raz pierwszy od lipca 2010 roku, banki komercyjne utrzymywały w swych portfelach więcej obligacji skarbowych aniżeli inwestorzy zagraniczni. Obecnie to banki posiadają o niemal 20 mld PLN więcej w stosunku do zagranicy odpowiadają za 38% całości polskiego zadłużenia w obligacjach. Co ciekawe jeszcze w grudniu 2015 to inwestorzy zagraniczni posiadali aż o 35 mld PLN więcej SPW w stosunku do portfela banków komercyjnych. Wpływ wprowadzenia podatku bankowego widoczny był także w znaczącym spadku transakcji sell-buy-back, ze względu na zredukowanie bankowej nadpłynności w bonach pieniężnych NBP, i dynamicznym wzroście transakcji outright będącym odpowiedzią na wzmożone zakupy SPW przez banki komercyjne.

Wykres 16 Struktura podmiotowa zadłużenia SPW [w %]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wykres 17 Kwartalna sprzedaż SPW na krajowym rynku [w mln]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

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

Podtrzymujemy naszą prognozę z poprzednich raportów, w której oczekiwaliśmy wyptaszczenia krzywej SPW na skutek stabilizacji krótkiego końca wokół poziomu 1,50% i zniżki rentowności 10-latki motywowanej wpływem czynników zewnętrznych. W naszej ocenie trend ten ma szansę kontynuacji w kolejnych miesiącach, w szczególności, iż sprzyja mu stabilizacja kosztu pieniądza w Polsce określana przez prezesa NBP jako najbardziej prawdopodobny scenariusz polityki pieniężnej. Z kolei źródłem presji na spadek dochodowości obligacji o dłuższych terminach zapadalności będzie sytuacja na rynkach bazowych. Bund bliski jest bowiem osiągnięcia historycznego maksimum cenowego, co stanowić będzie także wsparcie dla wyceny polskiego długu między innymi ze względu na chęć utrzymywania spreadu na niezawyżonym poziomie. Czynnikiem ryzyka dla łagodnego spadku dochodowości długiego końca krzywej pozostanie natomiast możliwość obniżenia ratingu przez agencję Moody's podczas zaplanowanej na 13 maja rewizji oceny wiarygodności kredytowej. Druga połowa roku z kolei będzie w naszej ocenie czasem stopniowego wzrostu presji na wyższą dochodowość, ze szczególnym nasileniem wśród 10-latek. Związane to będzie z obawami dotyczącymi deficytu budżetowego na 2017 rok i możliwym dynamicznym powiększeniem potrzeb pożyczkowych na przyszły rok grożącym cięciem ratingu Polski. Potencjalny negatywny wpływ wynikający z możliwego obniżenia ratingu może być jednak mniejszy niż podczas styczniowej decyzji agencji Standard&Poors w sytuacji utrzymania obecnych wysokich spreadów względem Bundów. Na koniec bieżącego roku prognozujemy, iż dochodowość polskiej 10-latki wzrośnie do 3,30%, co przy relatywnie stabilnych notowaniach obligacji 2-letnich skupionych wokół poziomu 1,60% skutkować będzie wystromieniem krzywej SPW.

RYNKI ZAGRANICZNE

W marcu kurs EUR/USD z poziomu 1,0820 wzbił się do 5-miesięcznego maksimum na poziomie 1,1411

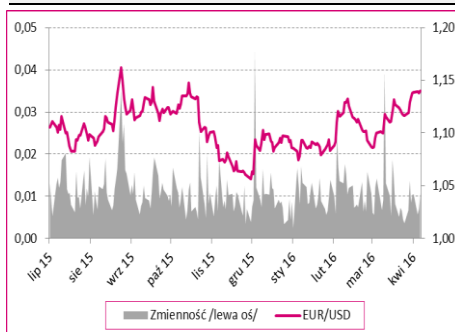
W marcu kurs EUR/USD z poziomu 1,0820 wzbił się do 5-miesięcznego maksimum na poziomie 1,1411 na koniec ubiegłego miesiąca. Głównym źródłem dynamicznej wyżki notowań eurodolara w omawianym okresie była weryfikacja bazowego scenariusza polityki pieniężnej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych podczas marcowych posiedzeń Europejskiego Banku Centralnego i Fed. Obniżka stopy depozytowej w EMU o 10 bps do poziomu -0,4% połączona z cięciem stopy benchmarkowej do 0,00% z 0,05% i stopy kredytu do 0,25% z 0,3% wraz z silniejszym od konsensusu zwiększeniem wartości programu QE i zastrzeżeniem, iż skup aktywów może ulec wydłużeniu, a także rozszerzeniem wachlarza aktywów przyjmowanych pod zastaw programu t-LTRO skutkowały wyznaczeniem przez kurs EUR/USD blisko miesięcznego minimum na

Przecena dolara w marcu miała swoje konsekwencje także na rynku surowcowym

poziomie 1,0820. Sytuacja odwróciła się w chwili, gdy prezes M. Draghi, pomimo wcześniejszej deklaracji, iż stopy pozostaną na obecnym, bądź niższym poziomie przez długi czas stwierdził, że nie ma obecnie przesłanek do dalszego cięcia kosztu pieniądza. W szybkim tempie kurs EUR/USD wzrósł do poziomu 1,1217. Dzienna zmienność bliska czterem centom była jedynie o 50 pipsów niższa od największego od marca 2009 roku jednodniowego wzrostu eurodolara wywołanego mniej łagodną od oczekiwań retoryką posiedzenia EBC w grudniu 2015 roku. Sporo emocji w notowaniach kursu EUR/USD wywołało także marcowe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Mimo, iż Fed utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co było oczekiwane, i obniżył projekcję kosztu pieniądza od 50 bps w tym roku, na co wskazywały wcześniejsze wypowiedzi bankierów centralnych, to dolar wyraźnie, bo o ponad centa osłabił się względem euro. Obecnie mediana oczekiwań przedstawicieli FOMC zakłada, iż stopa procentowa wzrośnie na koniec roku i wyniesie 0,875%. Decyzja Fed, poza przeceną dolara, wywołała wzrost apetytu na ryzyko skutkując wzrostami amerykańskich indeksów giełdowych. W marcu podwyższoną zmienność obserwowaliśmy także w notowaniach brytyjskiego funta, szwajcarskiego franka i korony norweskiej w reakcji na wynik posiedzeń BoE, SNB i Norges Banku. Prezes banku centralnego Szwajcarii powtórzył, iż frank jest przewartościowany. Z kolei bank centralny Norwegii zdecydował, zgodnie z oczekiwaniami o obniżce stóp procentowych o 25 bps zastrzegając, że może dojść także do kolejnych cięć w przyszłości.

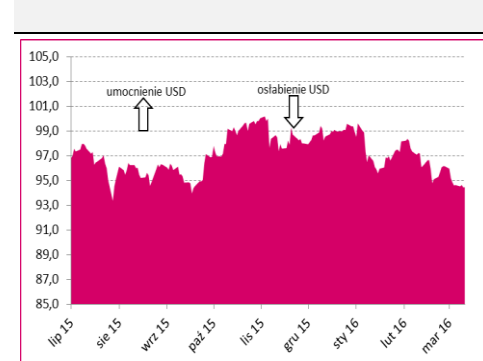
Przecena dolara w marcu miała swoje konsekwencje także na rynku surowcowym. W ślad za osłabieniem amerykańskiej waluty na wartości zyskiwała między innymi ropa naftowa, której cena osiągnęła poziom 42,50 USD za baryłkę tj. maksimum z początku grudnia 2015 roku. Był to jednocześnie najlepszy od roku kwartał na rynku ropy naftowej ponieważ ceny wzrosły o 1/4, a licząc jako kwartalne minimum i maksimum aż o połowę. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym wzrostom cen surowca były coraz liczniejsze starania państw kartelu OPEC i Rosji w kwestii ograniczenia wydobycia, jako próba zbilansowania podaży i popytu. Wsparcie stanowiło ponadto wolniejszy od oczekiwań wzrost zapasów ropy naftowej w amerykańskich rafineriach w pierwszej połowie marca.

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



Źródło: Reuters

Wykres 19 Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Reuters

Istnieje rozbieżność pomiędzy oficjalnymi oczekiwaniami amerykańskich bankierów centralnych, a konsensem rynkowym w kwestii podwyżek stóp

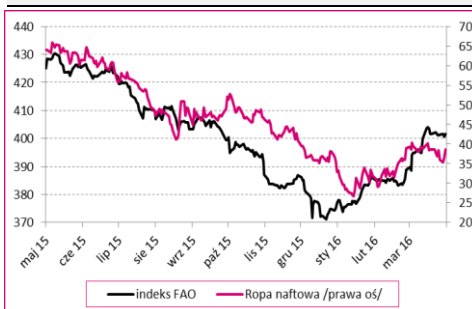
Drugi kwartał nie powinien w naszej ocenie przynieść większych zmian w stanowiskach Europejskiego Banku Centralnego i Rezerwy Federalnej w kwestii perspektyw polityki pieniężnej. Polityka monetarna w strefie euro pozostanie łagodna przez wydłużony okres, a pierwszą oznaką jej normalizacji może okazać się rezygnacja z programu QE, który obowiązuje jednak co najmniej do września 2016 roku. Do tego czasu nie spodziewamy się żadnych modyfikacji polityki pieniężnej w strefie euro. Dość jasno określone są także perspektywy polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych. Po tym jak w grudniu 2015 roku Fed podwyższył stopę procentową o 25 bps obecnie oczekuje kontynuacji podwyżek w skali 50 bps w tym roku. Tu jednak istnieje pewna rozbieżność pomiędzy oficjalnymi oczekiwaniami amerykańskich bankierów centralnych, a konsensem rynkowym. Przyznał to ostatnio między innymi członek Fed z Bostonu. E. Rosengren uznał za zaskakujące, iż rynek stopy procentowej wycenia maksymalnie jedną podwyżkę kosztu pieniądza w tym roku, choć zaprezentowana w marcu mediana oczekiwań przedstawicieli FOMC zakłada, iż stopa procentowa wzrośnie na koniec roku do 0,875%. Rynek nie jest zatem przekonany do bazowego scenariusza Rezerwy Federalnej i w tym upatrywalibyśmy ewentualnego czynnika mogącego wpłynąć na spadek pary EUR/USD w sytuacji, gdyby dane makro z USA

Makro i rynek

raport miesięczny

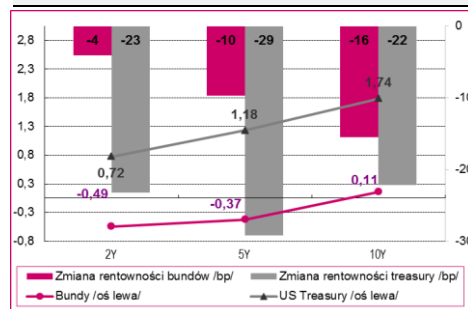
potwierdzały pozytywny obraz amerykańskiej koniunktury, co z kolei pozwoliłoby inwestorom uwierzyć w dalszą normalizację polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Kolejnym czynnikiem, który w drugim kwartale może wpłynąć na spadek notowań eurodolara będzie czerwcowe referendum w sprawie opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię. Ewentualny Brexit miałby negatywne konsekwencje dla europejskiej gospodarki, co wywarłoby presję, poza notowaniami funta, także na notowania eurodolara. O tym, iż wynik referendum będzie wpływał na sentyment inwestycyjny do dnia referendum tj. do 23 czerwca świadczą sondaże dające niemal taki sam odsetek zwolenników, co przeciwników wyjścia Wielkiej Brytanii z UE.

Wykres 20 Notowania ropy naftowej i indeksu FAO



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bondów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Marzec w notowaniach obligacji bazowych miał dwie odmienne odstony

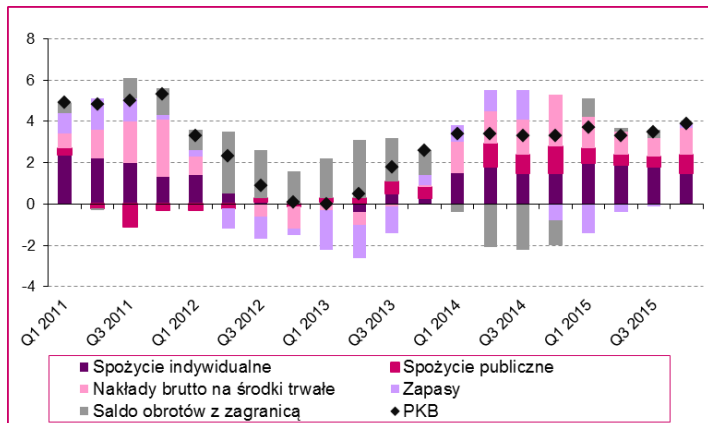
Marzec w notowaniach obligacji bazowych miał dwie odmienne odstony. Początkowo rentowność tak Bunda, jak i amerykańskiej 10-latki, zwykowała w reakcji na wynik marcowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, które zakończyło się podjęciem szeregu działań łagodzących politykę pieniężną, w tym obniżkami stóp procentowych, jednak na ogólnym wydzwieku posiedzenia zaważyła wypowiedź M. Draghiego o braku przesłanek do dalszego cięcia kosztu pieniądza. W reakcji dochodowość Bunda zawróciła z 11-miesięcznego minimum na poziomie 0,11%, by w dwa tygodnie osiągnąć poziom 0,32%. Dynamiczny wzrost towarzyszył ponadto rentownościom niemieckich 2-latek. Dochodowość Schatza z historycznego minimum na poziomie -0,57% wzrosła o 13 bps do -0,44%. W tym czasie przecena obserwowana była także wśród amerykańskiego długu. W połowie marca rentowność 2-latki USA wyniosła niemal 1%, choć jeszcze miesiąc wcześniej wynosiła 0,64%. Z kolei obligacje 10-letnie zbliżyły się do poziomu 2%, choć w lutym na poziomie 1,64% była na blisko 3-letnim minimum. Sytuacja zmieniła się w połowie marca pod wpływem posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Dochodowość obligacji na rynkach bazowych zaczęła zniżkować w reakcji na wolniejsze, w stosunku do prognoz z grudnia, oczekiwane przez przedstawicieli FOMC tempo podwyżek stóp procentowych w tym roku. W rezultacie dochodowość amerykańskiego długu wzdłuż całej krzywej i niemiecka 10-latka oddały całość zwyżki z pierwszej połowy marca.

Oczekujemy, iż trwający obecnie spadkowy trend dochodowości amerykańskich obligacji ma niewielkie szanse kontynuacji

Niewielka wiara inwestorów w kontynuację w tym roku procesu normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych kontrastuje w oficjalnymi prognozami Rezerwy Federalnej. Nawet jeśli prezes Fed w swoich ostatnich wypowiedziach stwierdziła, iż wskazana jest ostrożność przy dostosowaniach w polityce monetarnej w USA, to nie przekreśla to, jak sugeruje rynek stopy procentowej, możliwych działań w dalszej części roku. W szczególności, iż kondycja amerykańskiej gospodarki, w tym ostatni solidny raport z rynku pracy USA, czy wzrost przemysłowego indeksu ISM powyżej poziomu 50 punktów, mogą uzasadniać potrzebę kolejnych podwyżek kosztu pieniądza. Z tego powodu oczekujemy, iż trwający obecnie spadkowy trend dochodowości amerykańskich obligacji ma niewielkie szanse kontynuacji. Podobnie jak i zniżka rentowności niemieckich Bondów. Tu jednak przestrzeń do spadku cen, pomimo bliskości historycznego maksimum cenowego, uznajemy za niewielką ze względu na prawdopodobnie wydłużony okres łagodnej polityki pieniężnej w strefie euro.

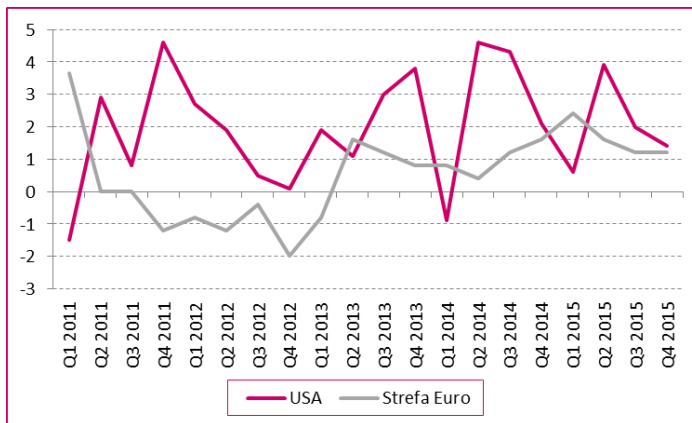
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [%; r/r]



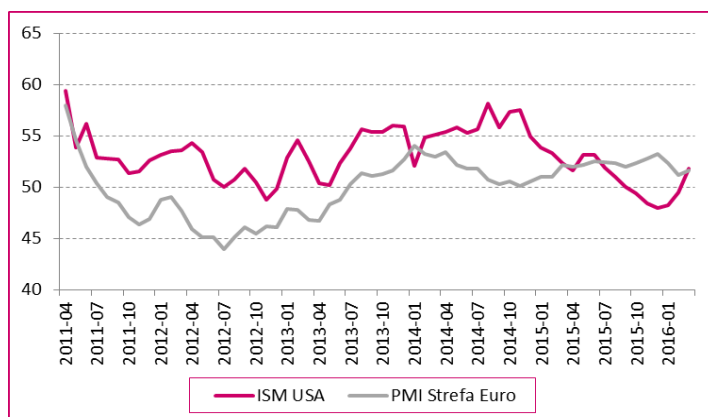
Źródło: Datastream

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



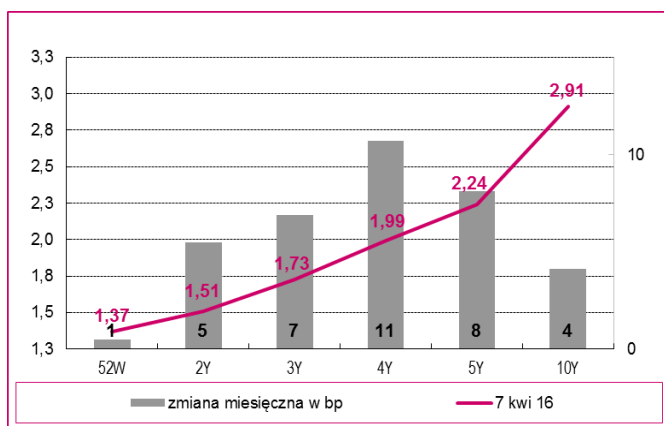
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



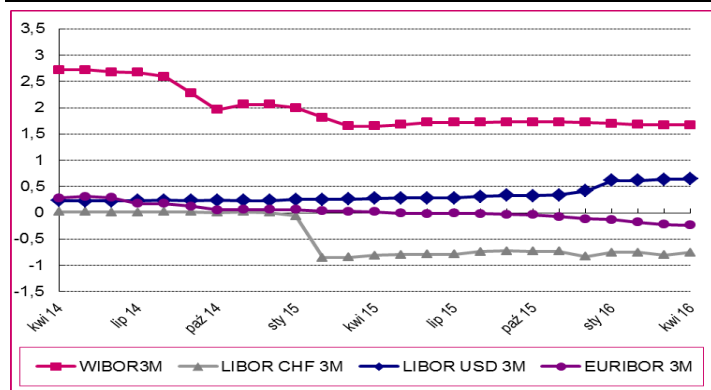
Źródło: Datastream

Wykres 25 Miesięczna zmiana rentowności SPW [%]



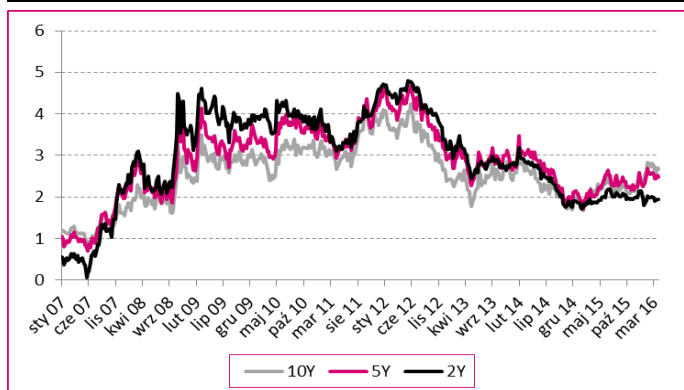
Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

Wykres 27 Spread polskich SPW do niemieckich obligacji



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9
Inflacja bazowa (% r/r)	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,4	-1,6	-1,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,5	7,2	8,3	9,0	9,4	9,1	10,2	10,1	9,7	10,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,7	4,0	6,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	3,5	2,0	2,9	3,6	5,7	7,0	3,2	6,2	7,0	5,5
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1174	-574	-608	-216	395	-603	764	-260	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	3,6	-	-
Import (EUR, % r/r)	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,1	1,8	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,1	3,6
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,5	2,5
Stopa bezrobocia (%)	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	9,9	9,5
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	1,67	1,67	1,67	1,65	1,60	1,56	1,56	1,57
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,68	1,67	1,67
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,81	1,87	1,79	1,65	1,61	1,58	1,54	1,46	1,45	1,45
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,49	2,51	2,39	2,09	2,08	2,23	2,39	2,22	2,20	2,25
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,95	2,98	2,85	2,68	2,69	2,95	3,16	2,95	2,84	2,88
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,25
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,75
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,10	1,12	1,12	1,10	1,06	1,09	1,08	1,09	1,14	1,13

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB (mld PLN)	1361,9	1445,1	1566,6	1629,0	1656,3	1719,1	1790,1	1882,4
PKB (wzrost realny, %)	2,6	3,7	5	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	4,8
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,1	12,4	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	-0,4
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	2,6	1,6	3,1	1,4	1,0	0,5	0,2	0,5
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,5	-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)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,70
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,11	3,97	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,30
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,87	2,97	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	3,90

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

KALENDARIUM

Kwiecień / Maj

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 PL: CPI	12 GE: CPI PL: inflacja bazowa	13 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż detaliczna, PPI, Beżowa Księga Fed PL: bilans handlowy	14 EZ: CPI, inflacja bazowa PL: podaż pieniądza US: liczba nowych bezrobotnych, CPI	15 EZ: bilans handlowy US: indeks uniwersytetu Michigan
18 PL: płace, zatrudnienie	19 EZ: rachunek obrotów bieżących GE: ZEW PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna US: pozwolenia na budowę, liczba nowych budów	20 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż domów na rynku wtórnym GE: PPI	21 EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych PL: opis posiedzenia banku centralnego US: liczba nowych bezrobotnych	22 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI PL: stopa bezrobocia
25 GE: IFO US: sprzedaż nowych domów	26 US: zamówienia na dobra trwałego użytku, indeks CaseShiller	27 EZ: podaż pieniądza M3 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż domów na rynku wtórnym, decyzja w sprawie stóp procentowych	28 GE: CPI US: liczba nowych bezrobotnych, PKB, inflacja PCE	29 EZ: stopa bezrobocia, wstępny CPI, inflacja bazowa US: dochody i wydatki prywatne, inflacja bazowa PCE, indeks uniwersytetu Michigan PL: CPI
02 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: PMI w przemyśle, ISM	03 EZ: PPI	04 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: raport ADP, bilans handlowy, zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku	05 US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych	06 PL: stan rezerw NBP, decyzja w sprawie stóp procentowych US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia
09 GE: zamówienia fabryczne EZ: indeks Sentix	10 GE: produkcja przemysłowa, bilans handlowy	11 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	12 PL: CPI US: liczba nowych bezrobotnych	13 GE: CPI, PKB PL: PKB, podaż pieniądza M3, bilans handlowy, inflacja bazowa EZ: PKB US: sprzedaż detaliczna, 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

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.