

# Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

12 stycznia 2017

**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

- Miniony rok w polskiej gospodarce upłynął pod znakiem rozczarowujących wyników inwestycji w środki trwałe. Silnik, który napędzał wzrost gospodarczy w ostatnich dwóch latach, włączył wsteczny bieg, doprowadzając do gwałtownego wyhamowania wzrostu gospodarczego, który w całym roku wyniósł, według naszych szacunków, 2,6%. W tym roku polska gospodarka ma szanse osiągnąć lepszy wynik w stosunku do roku 2016. Utrzymuje się jednak szereg ryzyk mogących podkopać poprawę koniunktury w Polsce. Z czynników zewnętrznych kluczowe będzie tempo i skala podwyżek stóp procentowych, a także realizacja programu gospodarczego prezydenta USA D. Trumpa, którego zapowiedzi z kampanii wyborczej mogą podkopać podstawy globalnego handlu zagranicznego i wzrostu gospodarczego. Krytyczna dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje odbudowa inwestycji w środki trwałe. Dane dotyczące naboru nowych wniosków oraz szacowanego zaangażowania środków UE sugerują wyraźne przyspieszenie absorpcji środków unijnych w ostatnich miesiącach., co może zwiastować zbliżające się odbicie inwestycji. Uruchomienie projektów inwestycyjnych następuje jednak z opóźnieniem w stosunku do momentu podpisania umowy, stąd ich efekty widoczne będą w gospodarce nie wcześniej niż w drugiej połowie tego roku. Gospodarka polska będzie nieco mniej zrównowazona w stosunku do roku ubiegłego, ponieważ oczekujemy nieznacznego wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących, przyspieszenia inflacji oraz wzrostu deficytu sektora finansów publicznych, który zbliży się do poziomu referencyjnego 3% PKB.
- Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada dostrzeża przyspieszenie zarówno inflacji CPI, jak i PPI, jednak podkreśla że do wzrostu cen przyczyniają się głównie wyższe niż rok wcześniej ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, a więc czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Komunikat po posiedzeniu i wypowiedzi członków RPP utwierdza nas w przekonaniu, że stopy NBP pozostaną na niezmiennym poziomie w najbliższych kwartałach. Prezes Głapiński podczas konferencji po posiedzeniu stwierdził, że zupełnie nie widzi podwyżki stóp w 2017r.
- Ostatni miesiąc ubiegłego roku to okres stopniowego umocnienia polskiej waluty w relacji do euro. Z poziomu 4,5060 wyznaczonego przez kurs EUR/PLN w pierwszych dniach grudnia pod koniec 2016 roku notowania obniżyły się o niemal 12 groszy. Źródłem aprecjacji - podobnie jak i w przypadku pozostałych walut regionu - była poprawa sentymentu inwestycyjnego na świecie po listopadowym odpływie kapitału z aktywów emerging markets wywołanym zwycięstwem D.Trumpa w wyborach prezydenckich. Najważniejsze wydarzenia ubiegłego miesiąca tj. posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej nie miały większego wpływu na wycenę polskiej waluty, ani pozostałych walut regionu mimo, iż EBC złagodził warunki programu QE - co powinno łagodnie umacniać złotego - a członkowie Fed podnieśli swoje oczekiwania, co do tempa podwyżek stóp procentowych w 2017 roku, co powinno z kolei skutkować przeceną walut CEE.

## TEMAT MIESIĄCA

Perspektywy polskiej gospodarki na rok 2017.....2

PRZEGLĄD GOSPODARCZY.....6

POLITYKA PIENIĘŻNA ..... 10

POLITYKA FISKALNA..... 11

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY ..... 12

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH . 12

RYNKI ZAGRANICZNE..... 14

PRZEGLĄD DANYCH ..... 16

DANE I PROGNOZY ..... 17

KALENDARIMUM ..... 18

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

|                                      | Aktualny poziom            | Data kolejnego posiedzenia | Oczekiwana decyzja         |
|--------------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| FED - Federal Funds Rate             | 0,50%-0,75%                | 31 sty - 1 lut             | 0,50%-0,75%                |
| SNB - LIBOR target (przedział i cel) | -1,25 - -0,25%<br>(-0,75%) | 16 mar                     | -1,25 - -0,25%<br>(-0,75%) |
| ECB - stopa referencyjna             | 0,00%                      | 19 sty                     | 0,00%                      |
| NBP - stopa referencyjna             | 1,50%                      | 7-8 lut                    | 1,50%                      |

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

## TEMAT MIESIĄCA

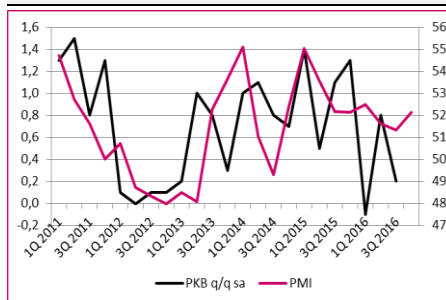
### Perspektywy polskiej gospodarki na rok 2017

Miniony rok w polskiej gospodarce upłynął pod znakiem rozczarujących wyników inwestycji w środki trwałe. Silnik, który napędzał wzrost gospodarczy w ostatnich dwóch latach, włączył wsteczny bieg, doprowadzając do gwałtownego wyhamowania wzrostu gospodarczego, który w całym roku wyniósł, według naszych szacunków, 2,6% tj. najniższy od 2013. Wynik ten był wyraźnie niższy od oczekiwań z początku roku, które zakładały wzrost o 3,6%. Na krajowym rynku finansowym ubiegły rok to okres wysokiej zmienności złotego i presji na osłabienie polskiej waluty, która zapoczątkowana została już w styczniu przez obniżkę ratingu przez agencję S&P. Podwyższone ryzyko polityczne w kraju, a także niesprzyjające otoczenie zewnętrzne, w tym niespodziewany wynik referendum w Wielkiej Brytanii, w trakcie którego podjęto decyzję o wyjściu UK z UE, a także wygrana D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA negatywnie wpływały na wycenę złotego, ale także polskich obligacji. Oczekiwane podwyżki stóp procentowych w USA wywierały dodatkową negatywną presję na aktywa złotowe, w wyniku czego polska 10-letnia obligacja kończyła rok z rentownością najwyższą od połowy 2014r.

Rok 2017 ma szansę przynieść nieznaczną odbudowę wzrostu gospodarczego, choć utrzymuje się szereg czynników ryzyka, wewnętrznych i zewnętrznych, mogących spowolnić poprawę koniunktury w gospodarce. Krytyczna dla przyspieszenia wzrostu pozostaje odbudowa inwestycji w środki trwałe. Ich załamanie w roku 2016, szczególnie w firmach publicznych, w sektorze centralnym i samorządowym, związane było m.in. z opóźnieniem w wykorzystaniu środków unijnych oraz niedostosowaniem ustawodawstwa polskiego do wymogów UE. Dodatkowo niepewność co do otoczenia prawno-podatkowego oraz instytucjonalnego zmniejszyła skłonność sektora prywatnego do inwestycji. W 3Q ub. roku (ostatnie dostępne dane) dynamika inwestycji sektora prywatnego była ujemna, pierwszy raz od początku 2013.

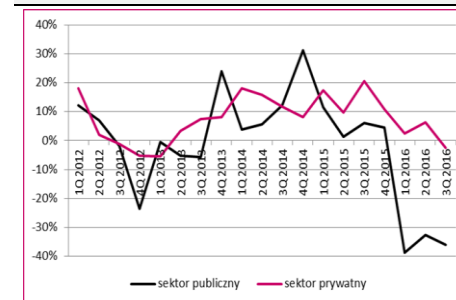
**Krytyczna dla przyspieszenia wzrostu w roku 2017 pozostaje odbudowa inwestycji w środki trwałe**

**Wykres 1 Wzrost gospodarczy w Polsce [kw/kw, SA] i wskaźnik PMI**



Źródło: GUS, Datastream

**Wykres 2 Inwestycje w środki trwałe w Polsce [% r/r]**



Źródło: Pontinfo

**Oczekiwana odbudowa inwestycji oparta jest na założeniu większej absorpcji środków unijnych**

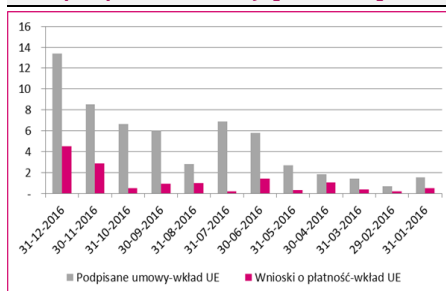
W tym roku inwestycje mają szansę na powrót do wzrostów, a oczekiwania te oparte są na założeniu przyspieszenia absorpcji środków unijnych. Dane do października ub. roku wskazywały na utrzymywanie się zastoju w wykorzystaniu środków unijnych. Przychody na rachunku kapitałowym bilansu płatniczego, gdzie rejestrowany jest w głównej mierze napływ środków z funduszy spójności, przeznaczonych na współfinansowanie inwestycji rozwojowych, systematycznie spadały. Skumulowany 12-miesięczny poziom przychodów na rachunku kapitałowym był najniższy od końca 2007 roku. Bardziej optymistycznie wyglądają statystyki dotyczące naboru nowych wniosków oraz szacowanego zaangażowania środków UE w nowych naborach, które sugerują wyraźne przyspieszenie absorpcji środków unijnych w ostatnich miesiącach. Może to sugerować zbliżające się odbicie inwestycji, choć uruchomienie projektów inwestycyjnych następuje z opóźnieniem w stosunku do momentu podpisania umowy. W naszej ocenie dodatnia dynamika inwestycji powinna pojawić się już w 2Q, choć już w 1Q tego roku nastąpi zauważalne wyhamowanie spadku inwestycji. Wyraźniejsza ich odbudowa nastąpi dopiero pod koniec roku i w skali całego 2017 wzrost inwestycji wyniesie 3,5%. Utrzymuje się szereg czynników ryzyka dla wzrostu inwestycji w tym roku. Chodzi tu przede wszystkim o niepewność zarówno co do perspektyw gospodarki globalnej i krajowej, ale także niepewność prawno-instytucjonalną w kraju. Czynniki

**Głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostanie konsumpcja prywatna**

ten podnoszony jest przez przedsiębiorców jako jeden z istotnych czynników odpowiedzialnych za opóźnianie decyzji inwestycyjnych. W takich uwarunkowaniach wzrost inwestycji, szczególnie prywatnych, pozostanie umiarkowany. Poprawę w zakresie inwestycji w najbliższych kwartałach sugerują też inne wskaźniki, w tym nastroje w branży budowlanej, liczba wydanych pozwoleń na budowę domów, czy też produkcja stali. Wsparciem dla inwestycji pozostaną również wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, dobre wyniki finansowe oraz niskie stopy procentowe.

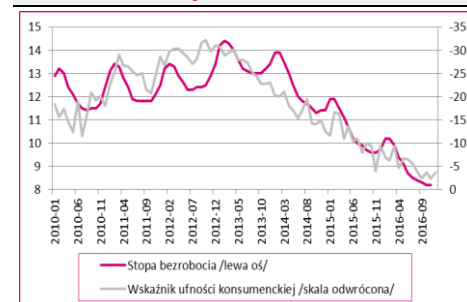
Wciąż głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostanie konsumpcja prywatna. W naszej ocenie jej dynamika przyspieszy w przyszłym roku do 4,0% z szacowanych 3,6% w roku 2016. Wsparcie dla konsumpcji nieustannie stanowić będzie dobra sytuacja na rynku pracy. Spadek ryzyka utraty pracy, w połączeniu z rosnącymi dochodami realnymi korzystnie wpływa na nastroje gospodarstw domowych co będzie stanowiło wsparcie dla konsumpcji prywatnej. Przyspieszenia dynamiki konsumpcji oczekujemy jednak tylko w pierwszej połowie roku, natomiast druga jego połowa przyniesie wyhamowanie jej wzrostu, na co wpływ będzie miało wygasanie korzystnego wpływu uruchomienia programu Rodzina 500+, a także wyhamowanie wzrostu dochodów realnych ze względu na odbudowę inflacji. Program wypłaty świadczeń rodzinnych był jednym z czynników wspierających konsumpcję w 2016 r., choć jego wpływ był mniejszy niż pierwotnie oczekiwano. Wydatkowanie środków z uzyskanych świadczeń następować może zatem z opóźnieniem. Dodatkowo, część gospodarstw domowych mogła zmienić sposób finansowania konsumpcji i zrezygnować z zadłużania się w instytucjach finansowych.

**Wykres 3 Nabór wniosków o płatność oraz podpisane umowy [mld EUR]**



Źródło: Ministerstwo Rozwoju

**Wykres 4 Stopa bezrobocia [%] i wskaźnik nastrojów konsumentów**



Źródło: GUS

**Sytuacja na rynku pracy pozostanie dobra, choć spadek stopy bezrobocia wyhamuje**

Stopa bezrobocia, zarówno rejestrowanego jak i BAEL, osiągnęła w roku 2016 poziomy najniższe od transformacji. Rok 2017 powinien przynieść utrzymanie się dobrej sytuacji na rynku pracy, choć potencjał do dalszego spadku bezrobocia wyczerpuje się. Już teraz jej poziom jest bliski stopie bezrobocia neutralnego. Oznacza to, że narastają problemy ze znalezieniem pracowników, a firmy wskazują na ten problem jako coraz poważniejszą barierę prowadzenia działalności gospodarczej. Dotyczy to zarówno firm przemysłowych (produkcja mebli, produkcja pozostałego sprzętu transportowego), ale także usługowych, szczególnie handlowych. W naszej ocenie stopa bezrobocia rejestrowanego wyniesie na koniec 2017 roku 8,1% wobec szacowanych 8,3% w grudniu 2016. Rosnąć powinien także popyt na pracę, na co wskazują wyniki badań koniunktury PMI. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw będzie jednak wyhamowywała, na co wpływ będzie miało umiarkowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2017 roku, szczególnie inwestycji, a także trendy demograficzne i kurcząca się liczba osób aktywnych zawodowo. Negatywny wpływ na liczbę osób aktywnych zawodowo będzie miało obniżenie wieku emerytalnego, które zacznie obowiązywać w 4Q br. Skutki tej decyzji powinny być widoczne szczególnie w dłuższym terminie, choć także w krótkiej perspektywie, dezaktywizacja może objąć ponad 100 tys. osób. Dotychczasowe napięcia na rynku pracy łagodzone były częściowo przez napływ Ukraińców. W 2017 roku liczba zgłoszeń pracodawców o zatrudnieniu obcokrajowca, głównie obywateli Ukrainy, przekroczyła w tym roku prawdopodobnie 1 mln. Imigracja może rozładować część napięć na rynku pracy, jednak ryzykiem dla dalszego napływu Ukraińców do Polski jest ewentualne wprowadzenie ruchu bezwizowego w całej Unii Europejskiej dla obywateli Ukrainy, co rozważają przedstawiciele UE. Mogłoby to zachęcić część Ukraińców pracujących aktualnie w Polsce do przeniesienia się do Europy Zachodniej,

**Powrót inflacji zmniejszy dynamikę dochodów realnych gospodarstw domowych**

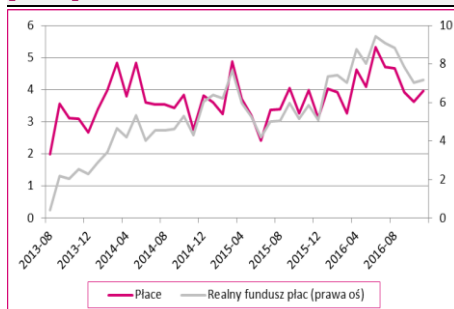
**Możliwa odbudowa eksportu, choć jego wkład do PKB będzie ujemny**

choć należy zaznaczyć, że ruch bezwizowy nie oznacza swobody zatrudnienia w krajach UE.

Dobra sytuacja na rynku pracy wpłynie na nieznaczne przyspieszenie dynamiki płac, która w 2017 roku może wynieść 4,6% wobec szacowanych 4,1% w roku 2016. Ze względu na spowolnienie dynamiki produktywności, wzrost płac powinien pozostać umiarkowany. Realna dynamika dochodów gospodarstw domowych będzie jednak wyhamowywać, w dużej mierze ze względu na przyspieszenie inflacji. Nieznacznie wyhamować w stosunku do roku minionego powinna również dynamika świadczeń społecznych.

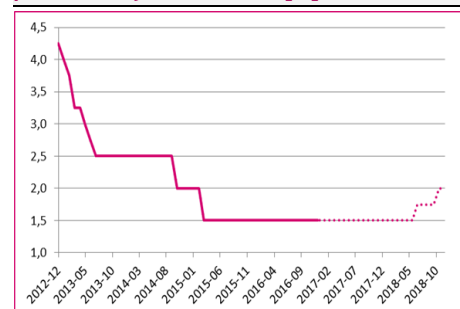
Bardziej neutralny wkład do wzrostu gospodarczego w tym roku będzie miał eksport netto, choć dynamika wolumenów wymiany handlowej powinna przyspieszyć. W roku 2016 nastąpiło wyraźne wyhamowanie eksportu, głównie do krajów Unii Europejskiej, w ślad za wyhamowaniem wzrostów eksportu Niemiec, które są naszym głównym partnerem handlowym. Przy wzroście importu, który napędzany jest m.in. silną konsumpcją prywatną, nastąpiło pogorszenie salda wymiany handlowej. Rok 2017 powinien przynieść stopniową odbudowę eksportu czemu sprzyjać będzie utrzymanie dobrej koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych, w szczególności w Niemczech, co sygnalizują wskaźniki koniunktury gospodarczej, w tym indeksy PMI. Choć wzrost gospodarczy w Niemczech i strefie euro wyhamuje nieznacznie w roku 2017, to istotna będzie jego struktura. W tym kontekście należy wspomnieć na spodziewany wzrost eksportu i inwestycji w Niemczech, przy takiej strukturze wzrostu perspektywy dla polskiego eksportu rysują się w nieco bardziej optymistycznych kolorach w stosunku do roku 2016. Szczególnie, że słabszy złoty poprawia jego dochodowość i konkurencyjność. Możliwą odbudowę eksportu sygnalizują też wyniki badania PMI Polski, w tym subindeks zamówień eksportowych, a także dane GUS wskazujące na dwucyfrowy wzrost zamówień eksportowych w ostatnich miesiącach. Import utrzymać się będzie na ścieżce wzrostowej, wciąż wspierany przez mocną konsumpcję prywatną. W połowie roku należy spodziewać się dodatkowo wyższy import inwestycyjny, w ślad za możliwym ożywieniem inwestycji w środki trwałe. Saldo wymiany handlowej powinno ulec lekkiemu pogorszeniu, a kontrybucja eksportu netto do PKB będzie nieznacznie ujemna.

**Wykres 5 Dynamika płac i funduszu płac [% r/r]**



Źródło: GUS, Bank Millennium

**Wykres 6 Oczekiwania ścieżka stóp procentowych w Polsce [%]**



Źródło: GUS, Bank Millennium

**Rada Polityki Pieniężnej nie powinna spieszyć się z podwyżkami oprocentowania pomimo powrotu inflacji**

W zakresie polityki pieniężnej oczekujemy stabilizacji stóp procentowych w całym bieżącym roku. Rada Polityki Pieniężnej nie powinna spieszyć się z podwyżkami oprocentowania pomimo powrotu inflacji. Jej wzrost w pierwszych miesiącach tego roku będzie szybszy niż wcześniejsze oczekiwania, głównie ze względu na wzrost cen surowców na rynkach międzynarodowych. Od dołka na początku 2016 cena ropy Brent wzrosła o 72% w ujęciu dolarowym i o ponad 80% po przeliczeniu na złote. W porównaniu z początkiem roku 2016 dynamicznie wzrosły na rynkach międzynarodowych też ceny węgla, metali przemysłowych, a także żywności. Oznacza to, że czynniki podażowe, a także efekty bazowe będą pchały roczny wskaźnik CPI w górę, który już w lutym może zbliżyć się do poziomu 2% r/r. Wskaźnik cen producenta natomiast może już niebawem przekroczyć 3% r/r. Perspektywę nasilenia inflacji sugerują też wyniki nadań PMI, w których przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego zwracali w grudniu uwagę na podwyżki cen wyrobów gotowych, których skala jest najsilniejsza od kwietnia 2011.

**Naszym bazowym scenariuszem na rok 2017 pozostaje stabilizacja stóp, a kolejnym ruchem Rady będzie w naszej ocenie ich podwyżka**

**Nasz scenariusz na 2017 rok zakłada umiarkowane umocnienie złotego w relacji do euro**

**Tabela 2. Prognozy makroekonomiczne na rok 2017**

|                     | 2015 | 2016 Sz | 2017 P |
|---------------------|------|---------|--------|
| PKB                 | 3,9  | 2,6     | 3,1    |
| Inwestycje          | 6,1  | -6,0    | 3,5    |
| Konsumpcja prywatna | 3,2  | 3,6     | 3,9    |
| CPI *               | -0,9 | -0,6    | 1,6    |
| Stopa bezrobocia    | 9,7  | 8,3     | 8,1    |
| Płace *             | 3,5  | 4,2     | 4,6    |
| Stopa referencyjna  | 1,50 | 1,50    | 1,50   |
| Wibor 3M            | 1,72 | 1,73    | 1,76   |
| Obligacja 2Y        | 1,64 | 2,40    | 2,20   |
| Obligacja 10Y       | 2,94 | 3,63    | 4,00   |
| EUR/PLN             | 4,26 | 4,40    | 4,35   |
| USD/PLN             | 3,92 | 4,18    | 4,15   |

\* średnio w roku

Źródło: NBP, GUS, Bank Millennium

Inflacja bazowa również będzie stopniowo przyspieszać, choć w tym roku pozostanie poniżej dolnego ograniczenia dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu. Taka struktura wzrostu inflacji nie powinna skłaniać RPP do szybkich reakcji po stronie stóp procentowych, szczególnie, że wzrost gospodarczy pozostanie umiarkowany w pierwszej połowie tego roku, a inflacja po gwałtownym przyspieszeniu w 1Q stabilizuje się w kolejnych miesiącach. Naszym bazowym scenariuszem na rok 2017 pozostaje stabilizacja stóp, a kolejnym ruchem Rady będzie w naszej ocenie ich podwyżka. Obecnie rynek stopy procentowej zaczyna wyceniać wcześniejszy termin pierwszych podwyżek stóp, jednak w naszej ocenie Rada nie będzie podnosiła oprocentowania w warunkach umiarkowanego wzrostu gospodarczego, nawet jeśli wskaźnik CPI przekroczy dolne ograniczenie celu banku centralnego, szczególnie, że silnej zwyżce wskaźnika CPI w 1Q, nastąpi jego stabilizacja w dalszej części roku. Podwyżki stóp pod koniec tego roku dopuszczamy w sytuacji szybszego niż obecnie zakładamy odbicia wzrostu gospodarczego.

Rok 2017 na krajowym rynku finansowym będzie okresem podwyższonej zmienności notowań polskiej waluty. Nasz scenariusz na 2017 rok zakłada umiarkowane umocnienie złotego w relacji do euro. W tym roku polska waluta pozostanie wrażliwa między innymi na spadek zainteresowania walutami emerging markets w wyniku spodziewanej normalizacji polityki monetarnej w USA, a niechęć inwestorów do aktywów CEE może mieć swoje apogeum w pierwszych miesiącach roku. Szansę na umocnienie dostrzegamy w drugim kwartale, gdy w naszej ocenie na znaczeniu zyskiwać będą czynniki krajowe związane z oczekiwanym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w Polsce. Pod koniec trzeciego kwartału możliwy jest natomiast

ponowny, przejściowy powrót wyprzedaży polskiej waluty. Tym razem źródłem spadku wartości złotego mogą okazać się obawy dotyczące budżetu na 2018 rok w obliczu konieczności poniesienia pełnych kosztów programu 500+, czy obniżenia wieku emerytalnego. W tym czasie dodatkową, negatywną presję generować mogą możliwe ostrzeżenia agencji ratingowych. Podsumowując uważamy, iż w tym roku notowania kursu EUR/PLN cechować się będą podwyższoną zmiennością, choć w naszej ocenie przez większość 2017 roku zawierać się będą w przedziale 4,30 - 4,50. W przypadku pary USD/PLN spodziewamy się kontynuacji umocnienia dolara na globalnych rynkach w pierwszych miesiącach 2017 roku, stąd zasadne wydaje się oczekiwanie wyznaczenia przez kurs nowych maksimumów.

Sytuację na krajowym rynku długu w 2017 roku postrzegamy negatywnie. W naszej ocenie zarówno czynniki zewnętrzne, jak i krajowe będą oddziaływać w kierunku wyższych rentowności. Uważamy, iż długi koniec krzywej pozostanie wrażliwy na sentyment globalny, który w 2017 roku powinien sprzyjać wzrostowi rentowności głównie obligacji amerykańskich, ale i państw emerging markets. Niekorzystnie na wartość 10-latek oddziaływać będą także czynniki wewnętrzne tj. wysokie potrzeby pożyczkowe - skoncentrowane w pierwszych miesiącach roku - czy możliwe obawy dotyczące przyszłorocznego budżetu. W przypadku krótkiego końca krzywej spodziewamy się, iż po przejściowym wzroście dochodowości w pierwszym kwartale wywołanym przesadnym dyskontowaniem przez rynek podwyżek kosztu pieniądza w Polsce w 2017 rentowność powróci w okolice 2% doprowadzając do wyplaszczenia krzywej.

W tym roku polska gospodarka ma szansę osiągnąć lepszy wynik w stosunku do roku 2016. Utrzymuje się jednak szereg ryzyk mogących podkopać poprawę koniunktury w Polsce. Z czynników zewnętrznych kluczowe będzie tempo i skala podwyżek stóp procentowych, a także realizacja programu gospodarczego prezydenta USA D. Trumpa, którego zapowiedzi z kampanii wyborczej mogą podkopać podstawy globalnego handlu zagranicznego i wzrostu gospodarczego. W Europie czynnikiem ryzyka będzie realizacja Brexitu oraz wyniki wyborów we Francji i w Niemczech. Krytyczna dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje odbudowa inwestycji w środki trwałe. Dane dotyczące naboru nowych wniosków oraz szacowanego zaangażowania środków UE sugerują wyraźne przyspieszenie absorpcji środków unijnych w ostatnich miesiącach, co może zwiastować zbliżające się odbicie inwestycji. Uruchomienie projektów inwestycyjnych następuje jednak z opóźnieniem w stosunku do momentu podpisania umowy, stąd ich efekty widoczne będą w gospodarce nie wcześniej niż w drugiej połowie tego roku. Gospodarka polska będzie nieco mniej zrównoważona w stosunku do roku ubiegłego, ponieważ oczekujemy nieznacznego wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących, przyspieszenia inflacji oraz wzrostu deficytu sektora finansów publicznych, który zbliży się do poziomu referencyjnego 3% PKB.

### PRZEGLĄD GOSPODARCZY

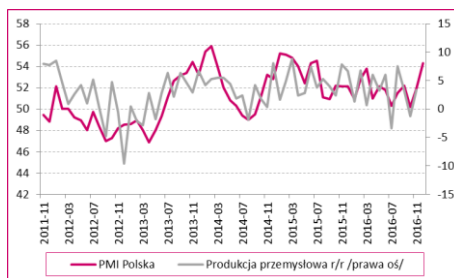
**Dane z polskiej gospodarki za listopad były pozytywną niespodzianką, po serii słabych odczytów miesiąc wcześniej**

**Pomimo pewnego ożywienia pod koniec roku, w Q4 utrzymał się silny spadek nakładów na środki trwałe**

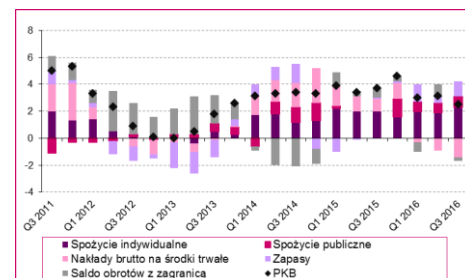
Dane z polskiej gospodarki za listopad były pozytywną niespodzianką, po serii słabych odczytów miesiąc wcześniej. Jedną z przyczyn było wygaśnięcie negatywnego wpływu liczby dni roboczych, jednak na podstawie dotychczasowych danych miesięcznych można stwierdzić, że końcówka roku w polskiej gospodarce była nieco lepsza niż Q3. W szczególności, jeśli weźmiemy pod uwagę bardzo dobry odczyt indeksu PMI w grudniu, który wzrósł do najwyższego od lipca 2015r. poziomu 54,3 pkt. z 51,9 pkt. Grudniową poprawę koniunktury odzwierciedlały wszystkie subindeksy: produkcja, nowe zamówienia, poziom zatrudnienia, czas dostaw oraz poziom zapasów pozycji zakupionych. Krajowy indeks PMI podążył za notującymi bardzo dobre wyniki indeksami dla strefy euro, od których odstawał w poprzednich miesiącach.

W listopadzie, produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 3,3% r/r po spadku o 1,3% r/r w październiku. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym wzrost produkcji wyniósł 3,0% r/r wobec 1,5% r/r w październiku. Ożywienie obejmuje 24 z 34 gałęzi przemysł m. in. branże które mają duży udział eksportu w sprzedaży. Jednak wyniki indeksu PMI za listopad sugerują, że popyt krajowy był znacznie silniejszy niż zagraniczny, a nowe zamówienia eksportowe spadały w listopadzie już drugi miesiąc z rzędu (spadków nie potwierdziły jednak dane publikowane przez GUS). W listopadzie wyraźnie wyhamował też spadek produkcji budowlano-montażowej. Była ona o 12,8% niższa niż przed rokiem po spadku o 20,1% r/r w październiku. Po odsezonowaniu produkcja wzrosła jednak o 6,7% m/m (po spadku miesiąc wcześniej), co było najlepszym wynikiem od lutego 2014r. Może to oznaczać, że nastąpiło odblokowanie inwestycji, które były wstrzymywane w oczekiwaniu na uruchomienie środków z nowej perspektywy finansowej UE. Szacujemy, że produkcja budowlana spadła w grudniu o 12,5% r/r, co oznaczałoby, że w całym Q4 zmniejszyła się o 15,0% r/r po spadku o 18,1% r/r w Q3. Prawdopodobnie, pomimo pewnego ożywienia pod koniec roku, w danych za Q4 utrzymał się silny spadek nakładów na środki trwałe (o 7,5%), który obok ograniczonego dostępu do środków z UE są tłumione przez utrzymującą się niepewność w sektorze przedsiębiorstw.

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



**Wykres 8 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [% r/r]**



Źródło: Datastream

Źródło: Datastream

**Jedynym motorem wzrostu jest konsumpcja**

W takiej sytuacji jedynym motorem wzrostu jest konsumpcja. W listopadzie dynamika sprzedaży detalicznej przyspieszyła w ujęciu realnym do 7,4% r/r po przejściowym wyhamowaniu do 4,6% r/r w październiku. Nominalny wzrost wyniósł natomiast 6,6% r/r wobec 3,7% r/r miesiąc wcześniej. Poprawa na rynku pracy, a także wypłata świadczeń w ramach programu Rodzina 500+ sprzyjają wzrostowi konsumpcji. Wydaje się, że w listopadzie, perspektywa zbliżających się świąt Bożego Narodzenia mogła zachęcić do zwiększenia konsumpcji i wydatkowania środków uzyskanych z programu Rodzina 500+, które w poprzednich miesiącach były widoczne w gospodarce w mniejszym stopniu niż oczekiwano. Szacujemy, że w grudniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 6,5% r/r. W Q4 konsumpcja ogółem zwiększyła się natomiast o 4,2% r/r.

**Wg naszych szacunków wzrost gospodarczy w Q4 wyhamował w ujęciu rok do roku do 1,7% z 2,5% w Q3**

Zdaniem wiceministra finansów Leszka Skiby, chociaż wynik PKB w Q4 w ujęciu rocznym był słabszy niż w Q3, dynamika kwartał do kwartału wyraźnie przekroczyła 1,0%. W naszej ocenie na takie stwierdzenie jest jeszcze za wcześnie, gdyż nie znamy nawet danych miesięcznych za grudzień. Rząd formułuje swoje optymistyczne prognozy na podstawie przyspieszenia wykorzystania środków unijnych z perspektywy finansowej 2014-2010. Faktycznie, jak wynika z danych z systemu SL-2014, na dzień 31

**Rachunek bieżący wykazał w październiku deficyt 393 mln EUR wobec 445 mln EUR we wrześniu**

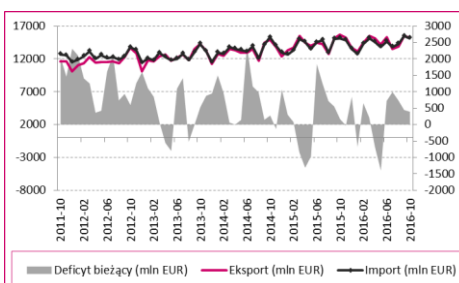
**Niskie wolumeny wymiany towarowej odzwierciedlają tymczasową słabość gospodarki widoczną we wszystkich miesięcznych danych za październik**

**Skumulowane saldo rachunku bieżącego za ostatnie 12 miesięcy pozostawało na bardzo niskim poziomie ok. 0,5% PKB**

grudnia beneficjenci złożyli wnioski o płatność środków z Perspektywy Finansowej 2014-2020 na kwotę 20,8 mld PLN z czego wkład Unii Europejskiej wynosi 15,8 mld PLN. Wnioski opiewające na połowę tej kwoty złożono w dwóch ostatnich miesiącach roku, co pokazuje wyraźne przyspieszenie wykorzystania funduszy europejskich. Dotyczy to m.in. programu Infrastruktura i Środowisko, są więc podstawy by sądzić, że kondycja inwestycji poprawiła się na przełomie 2016 i 2017r. Wg naszych szacunków wzrost gospodarczy w Q4 wyhamował w ujęciu rok do roku do 1,7% z 2,5% w Q3, co jest związane z bardzo wysoką bazą statystyczną z końca 2015r., szczególnie po ostatniej rewizji danych GUS. Odsezonowany wzrost kwartał do kwartału faktycznie przyspieszył i wg naszego szacunku wyniósł 0,8% wobec 0,2% w Q3.

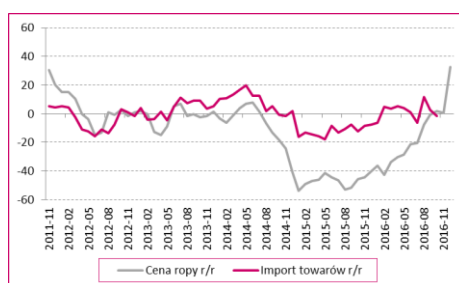
Rachunek bieżący wykazał w październiku deficyt 393 mln EUR wobec 445 mln EUR we wrześniu i był niższy od oczekiwań za sprawą mniejszej dynamiki importu. Złożyło się na niego delikatnie dodatnie saldo obrotów towarowych (30 mln EUR), tradycyjnie dodatnie saldo usług (1,007 mld EUR) oraz ujemne salda dochodów pierwotnych (-1,414 mld EUR) oraz wtórnych (-16 mln EUR).

**Wykres 9 Import, eksport i deficyt bieżący [mln EUR]**



Źródło: Datastream

**Wykres 10 Dynamika importu i cen ropy naftowej [USD, %, r/r]**



Źródło: Datastream

Niskie wolumeny wymiany towarowej odzwierciedlają tymczasową słabość gospodarki widoczną we wszystkich miesięcznych danych za październik. Wyrażony w euro eksport towarów zmniejszył się w październiku o 3,1% r/r po wzroście o 2,7% r/r we wrześniu. Od kilku miesięcy słabość polskiego eksportu jest widoczna pomimo słabego złotego i relatywnie dobrej koniunktury u głównych partnerów handlowych i jest zapewne związana ze spowolnieniem w globalnym handlu. Zdają się to potwierdzać dane GUS, wg których najgłębsze spadki eksportu odnotowano w przypadku pozaeuropejskich krajów rozwijających się. Import wzrósł w październiku o zaledwie 0,2% r/r po wzroście o 3,1% r/r we wrześniu. W kolejnych miesiącach przyspieszenie importu jest nieuniknione w związku z wyższymi niż przed rokiem cenami surowców oraz rosnącym popytem krajowym. W kolejnych miesiącach eksport zapewne będzie rość bardzo powoli, podczas gdy import przyspieszy, co spowoduje pogorszenie salda rachunku bieżącego.

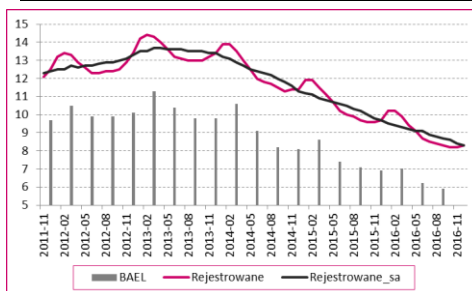
Skumulowane saldo rachunku bieżącego za ostatnie 12 miesięcy wzrosło w porównaniu z wrześniem i wyniosło minus 9,520 mld PLN wobec minus 8,539 mld PLN. Jednak pozostawało na bardzo niskim poziomie ok. 0,5% PKB. Wraz z publikacją danych kwartalnych NBP zrewidował w górę historyczną ścieżkę deficytu bieżącego. W rezultacie, w danych za Q2 i Q3 deficyt wyniósł 0,5% PKB wobec wartości 0,6% PKB oraz 0,7% PKB wynikających z danych miesięcznych. Relatywnie niski deficyt jest też w całości pokryty przez napływ środków ujętych na rachunku kapitałowym, który obejmuje m.in. napływ środków unijnych z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego oraz Funduszu Spójności. Począwszy od marca saldo rachunku kapitałowego utrzymuje się na bardzo niskim poziomie, co jest odzwierciedleniem powolnego rozruchu nowej perspektywy finansowej. Trend ten prawdopodobnie odwrócił się w dwóch ostatnich miesiącach roku, co powinno pozytywnie wpływać zarówno na rachunek kapitałowy jak i bieżący (saldo dochodów pierwotnych).

**Obraz rynku pracy nie zmienia się od miesięcy, bezrobocie utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie a tempo wzrostu płac pozostaje umiarkowane**

Obraz rynku pracy nie zmienia się od miesięcy, bezrobocie utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie a tempo wzrostu płac pozostaje umiarkowane.

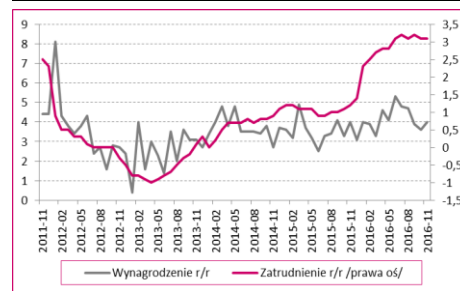
W listopadzie stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się na najniższym od 25 lat poziomie 8,2%. Ruch na rynku pracy jest wciąż niewielki, spada zarówno liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych (o 12,2% r/r) jak i liczba wyrejestrowań (o 8,5% r/r). W listopadzie liczba ofert pracy zgłoszonych w urzędach była o 24,9% wyższa niż przed rokiem. Liczba bezrobotnych przypadających na ofertę była natomiast zbliżona do historycznych minimów, co sugeruje problemy ze znalezieniem właściwych pracowników. Tendencje utrzymały się również, wg szacunków MRiPS, w grudniu. Stopa bezrobocia wzrosła tylko nieznacznie do 8,3% i była 1,4 pkt. proc. niższa niż przed rokiem (ten spadek utrzymuje się od kilku miesięcy).

**Wykres 11 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]**



Źródło: Datastream

**Wykres 12 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]**



Źródło: Datastream

**Rynek pracy niezmiennie jest wsparciem dla konsumpcji, która jest głównym motorem wzrostu gospodarczego**

Na problemy ze znalezieniem pracowników wskazują też wyniki miesięcznego badania koniunktury. Wśród przedsiębiorstw handlowych w grudniu 15,7% wskazywało na to, że brak wykwalifikowanych pracowników jest barierą rozwojową, co było nowym najwyższym odczytem od 2010r. Większość pozostałych przedsiębiorstw usługowych zmagają się również ze wzrostem dotkliwości tej bariery rozwojowej. W budownictwie, 27,2% przedsiębiorstw wskazuje na barierę braku wykwalifikowanych pracowników, i jest to nieco niższy odsetek niż lokalne maksimum z października (29,2%). Pomimo niskiego bezrobocia i problemów ze znalezieniem pracowników w pewnych branżach, wzrost płac pozostaje niewielki, firmy zapewne nie są skłonne płacić dużo więcej, aby pozyskiwać nowych pracowników, pracownicy mają natomiast małą skłonność do zmiany pracy, rotacja na rynku pozostaje wciąż niewielka. Spadki bezrobocia są natomiast, m.in. w ocenie NBP, bardziej skutkiem niższej podaży pracy niż wzrostu liczby pracujących. W listopadzie przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw było o 4,0% wyższe niż przed rokiem po wzroście o 3,6% r/r w październiku. Wzrost zatrudnienia utrzymał się natomiast na poziomie 3,1% r/r. W kolejnych miesiącach nie oczekujemy zmian w tym zakresie. Wynagrodzenie w grudniu wzrosło wg naszego szacunku o 4,3% r/r, w styczniu wzrost może jeszcze przyspieszyć w wyniku corocznej podwyżki płacy minimalnej. Rynek pracy niezmiennie jest wsparciem dla konsumpcji, która jest głównym motorem wzrostu gospodarczego.

**Po 28 miesiącach deflacji dodatnia inflacja pojawiła się w sposób bardzo dynamiczny**

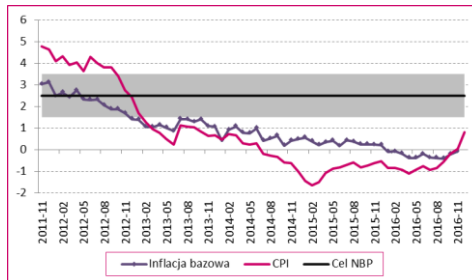
Wstępny szacunek inflacji za grudzień pokazał, że ceny towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu wzrosły o 0,8% r/r wobec odczytu 0,0% r/r w listopadzie. Po 28 miesiącach deflacji dodatnia inflacja pojawiła się w sposób bardzo dynamiczny. Szybkie przyspieszenie wskaźnika CPI wynika ze wzrostu cen paliw, potęgowanego przez efekt niskiej bazy statystycznej oraz przyspieszenie cen żywności. Dane z rynków surowcowych pokazują, że wyrażona w PLN cena ropy naftowej była w grudniu o 49,2% wyższa niż przed rokiem, indeks cen żywności publikowany przez FAO był natomiast o 12,0% wyższy niż w grudniu 2015r. W minionym miesiącu przyspieszyła też zapewne inflacja bazowa (do 0,0% r/r z -0,1% r/r), co wynikało m.in. ze wzrostu cen ubezpieczeń komunikacyjnych. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu inflacji, która już w lutym może osiągnąć dolne ograniczenie dopuszczalnego pasma odchyień od celu NBP (1,5%) i wynieść 1,6% r/r.



# Makro i rynek

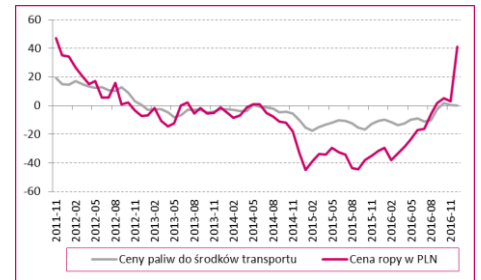
raport miesięczny

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



Źródło: GUS, NBP

Wykres 14 Ceny ropy Brent w PLN i ceny paliw do środków transportu [% r/r]



Źródło: Datastream

Inflacja CPI może podążać śladem wskaźnika PPI, który wyraźnie przyspieszył po czterech latach deflacji. Inflacja po stronie producenta w listopadzie (który był trzecim okresem wzrostu cen) wyniosła 1,7% r/r wobec 0,5% r/r w październiku. Szacujemy, że w grudniu mogła wynieść 2,5% r/r, a w kolejnych miesiącach przekroczy 3,0%. Przyspieszenie cen w listopadzie było związane z wzrostem cen w górnictwie, które były o 17,2% wyższe niż przed rokiem, za sprawą wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Ceny w przetwórstwie były o 1,3% r/r wyższe niż przed rokiem. Na wzrost tendencji inflacyjnych w przemyśle wskazują indeksy koniunktury dla większości gospodarek. W przypadku Polski grudniowy PMI pokazał, że średnie koszty produkcji zwiększyły się w najszybszym tempie od stycznia 2012r., w związku z osłabieniem złotego oraz wzrostem globalnych cen metali oraz ropy. Nasilenie presji kosztowej za ostatnie dwa miesiące nie ma natomiast precedensu w historii badań. Wzrost kosztów zmusił polskich producentów do najgwałtowniejszej podwyżki cen od kwietnia 2011.

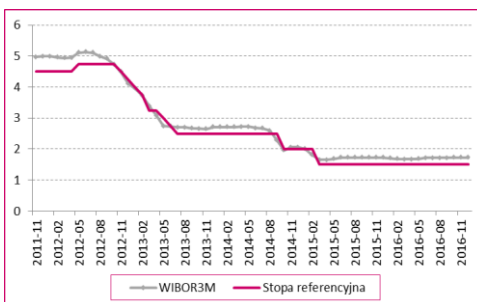
**Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie**

### POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, utrzymując stopę referencyjną na 1,50%. Rada podtrzymała też ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną, co jest odpowiednikiem neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej.

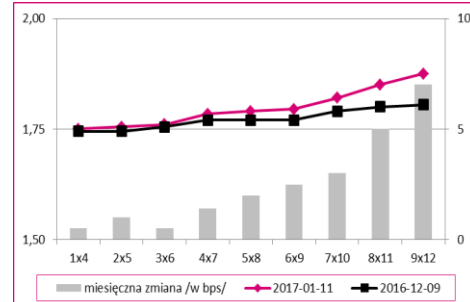
W komunikacie po posiedzeniu najistotniejszą kwestią było to, jak Rada odnosi się do przyspieszenia rocznej dynamiki inflacji. Rada dostrzega przyspieszenie zarówno inflacji CPI, jak i PPI, jednak podkreśla że do wzrostu cen przyczyniają się głównie wyższe niż rok wcześniej ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, a więc czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Prezes Głapiński przyznał, że inflacja wkrótce zbliży się do dolnego ograniczenia pasma dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP, jednak nie dotknie celu (2,5%) w tym roku. Rada widzi, że dynamikę cen ogranicza nadal niska presja inflacyjna za granicą oraz ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce. W ocenie Rady dynamika cen będzie w najbliższych miesiącach rosła, jednak pozostaje umiarkowana. Wzrostowi cen, obok czynników podaźowych, sprzyjać będzie oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Obecnie kształtuje się on na obniżonym poziomie (głównie za sprawą przejściowego zmniejszenia wykorzystania środków unijnych), Rada widzi jednak symptomy poprawy aktywności gospodarczej w ostatnim okresie.

**Wykres 15 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [%]**



Źródło: Datastream

**Wykres 16 Notowania kontraktów FRA i ich zmiana miesięczna [pkt. baz.]**



Źródło: Reuters, obliczenia własne

**Stopy NBP pozostaną na obecnym poziomie w najbliższych kwartałach**

Komunikat po posiedzeniu i wypowiedzi członków RPP utwierdzają nas w przekonaniu, że stopy NBP pozostaną na niezmiennym poziomie w najbliższych kwartałach. Rada nie wydaje się być zaniepokojona przyspieszającą inflacją. Tak jak nie reagowała na deflację, której przyczyną był spadek cen surowców, nie będzie reagowała na surowcowe przyspieszenie inflacji. RPP nie spodziewa się osiągnięcia celu inflacyjnego w tym roku. W sytuacji niezbyt wysokiego wzrostu gospodarczego jest to argumentem za bardzo spokojną polityką pieniężną w Polsce. Prezes Głapiński podczas konferencji po posiedzeniu stwierdził, że zupełnie nie widzi podwyżki stóp w 2017r. Jego zdaniem, gdy inflacja będzie wolniutko szła do góry, to można stopy potrzymać na niezmiennym poziomie by stworzyć dogodniejsze warunki do pobudzenia gospodarki. W takim kontekście wzrost oczekiwań na podwyżki stóp w Polsce po wyższym od oczekiwań odczycie inflacji za grudzień uważamy za przesadzony.

**Deficyt budżetu państwa w listopadzie stanowił zaledwie 50% całorocznego planu**

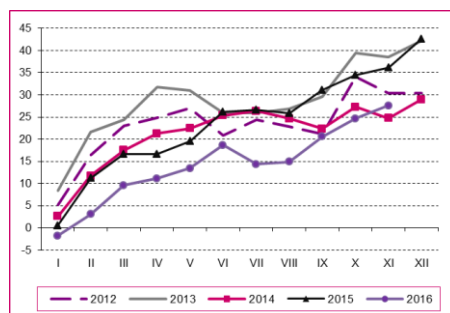
**Wg naszych szacunków deficyt sektora finansów publicznych wyniósł w 2016r. ok. 2,0% PKB**

## POLITYKA FISKALNA

Wg szacunkowego wykonania budżetu państwa, deficyt po listopadzie wyniósł 27,6 mld PLN i stanowił zaledwie 50,4% całorocznego planu. W ubiegłym roku budżet jest wspierany przez nadzwyczajne dochody niepodatkowe z początku roku (płatność za LTE oraz zysk NBP), bardzo dobra jest też realizacja dochodów podatkowych. Dochody budżetu po listopadzie były o 11,6% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, z czego dochody podatkowe wzrosły o 7,4% r/r. Najbardziej dynamicznie, o 7,5% r/r, rosły wpływy z tytułu VAT i podatku od gier, które są wspierane przez uszczelnienie systemu podatkowego oraz solidne wzrosty konsumpcji. Kasowe wykonanie podatku VAT jest zapewne zawyżane przez wstrzymywanie przez urzędy skarbowe i kontroli skarbowej zwrotów VAT. Z informacji podanych przez wiceministra finansów wynika, że do 27 października 2016 r. urzędy skarbowe i urzędy kontroli skarbowej zatrzymały 5 356 zwrotów VAT na kwotę 3,23 mld PLN, może być to kwota nawet trzykrotnie wyższa niż w 2015r. Po listopadzie solidnie rosły wpływy z tytułu wszystkich podatków, za wyjątkiem CIT, w przypadku którego odnotowano wzrost to 2,0% r/r. Wydatki rosły w tempie 7,4% r/r, a rząd musiał pokrywać koszty nowych programów socjalnych. Koszty obsługi długu publicznego były po listopadzie o 61,7% wyższe niż w analogicznym okresie 2015r.

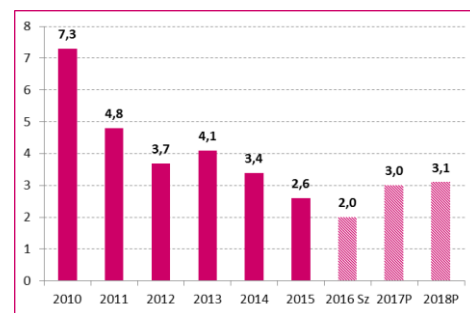
Kondycja budżetu państwa w 2016r. była bardzo dobra i prawdopodobnie jego wynik w całym roku będzie wyraźnie niższy nie tylko od założonej kwoty 54,7 mld EUR, lecz również od planowego wykonania, które wyniosło 42 mld PLN. Z informacji resortu finansów wynika, że sytuacja jednostek samorządu terytorialnego jest również bardzo dobra. Budżety JST po 11 miesiącach roku zamknęły się nadwyżką w kwocie 19,1 mld PLN przy planowanym deficycie w wysokości 6,6 mld PLN. Nadwyżka samorządów jest skutkiem ich niskiej aktywności inwestycyjnej (po Q3 wydatki majątkowe były o 44,2% niższe niż przed rokiem). Szczątkowe dane sugerują, że wynik całego sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2016r. był bardzo dobry, a prognoza Komisji Europejskiej zakładająca deficyt na poziomie 2,4% PKB wydaje się niezagrażona. Wg naszych szacunków deficyt wyniósł ok. 2,0% PKB.

**Wykres 17 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]**



Źródło: MinFin

**Wykres 18 Deficyt sektora general government wg ESA2010[% PKB]**

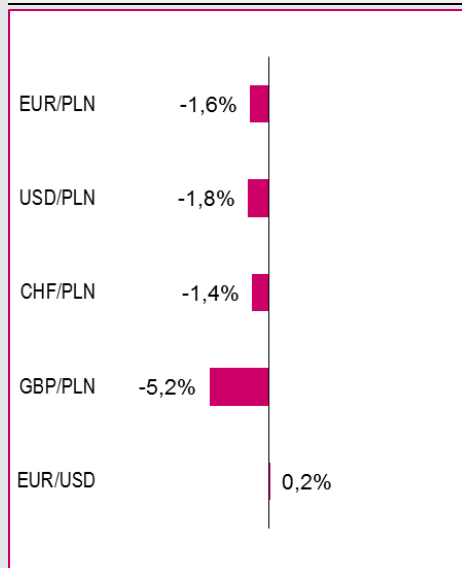


Źródło: Datastream, Prognozy Millennium

Budżet na 2017r. będzie już bardziej problematyczny. Będzie on musiał ponieść całoroczne koszty programu Rodzina 500+ oraz, od października, koszt obniżenia wieku emerytalnego. Tak jak wskazywaliśmy wielokrotnie budżet nie będzie już tak silnie wspierany przez dodatkowe wpływy niepodatkowe, chociaż osłabienie złotego (w szczególności wobec USD) sugeruje, że wpłata z zysku NBP może być rekordowo wysoka. Projekt budżetu, który opiera się na optymistycznych założeniach makroekonomicznych, został przyjęty przez Sejm 18 grudnia 2016r., podczas głosowania przeniesionego do Sali Kolumnowej, którego legalność podważają partie opozycyjne. Zgodnie z wcześniejszymi ustaleniami dochody budżetu państwa wyniosą ponad 325 mld PLN, a wydatki ponad 384 mld PLN, maksymalny poziom deficytu jest natomiast rekordowo wysoki równy 59,3 mld PLN. W naszej ocenie istnieje ryzyko przekroczenia przez deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych prognozy 3,0% PKB.

### KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

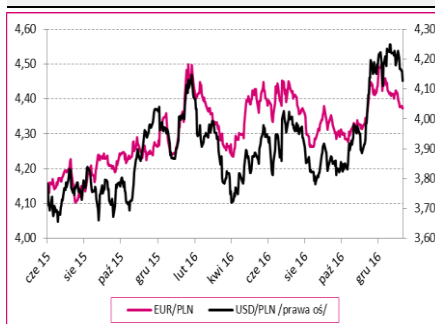
Wykres 19 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

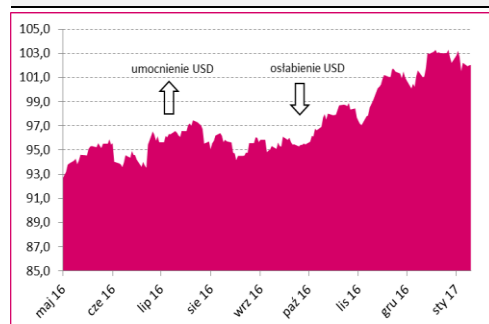
Ostatni miesiąc ubiegłego roku to okres stopniowego umocnienia polskiej waluty w relacji do euro. Z poziomu 4,5060 wyznaczonego przez kurs EUR/PLN w pierwszych dniach grudnia pod koniec 2016 roku notowania obniżyły się o niemal 12 groszy. Źródłem aprecjacji - podobnie jak i w przypadku pozostałych walut regionu - była poprawa sentymentu inwestycyjnego na świecie po listopadowym odpływie kapitału z aktywów emerging markets wywołanym zwycięstwem D.Trumpa w wyborach prezydenckich. Najważniejsze wydarzenia ubiegłego miesiąca tj. posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej nie miały większego wpływu na wycenę polskiej waluty, ani pozostałych walut regionu mimo, iż EBC złągodził warunki programu QE - co powinno łagodnie umacniać złotego - a członkowie Fed podnieśli swoje oczekiwania, co do tempa podwyżek stóp procentowych w 2017 roku, co powinno z kolei skutkować przeceną walut CEE. Co mogło zaskakiwać, to fakt, iż pozytywnego impulsu nie wywołała decyzja agencji Standard and Poor's, która niespodziewanie przywróciła Polsce outlook ratingu do poziomu stabilnego. Wpływu na notowania polskiej waluty nie miało również posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które potwierdziło szeroki konsensus w Radzie, co do potrzeby stabilizacji kosztu pieniądza w przyszłym roku.

Wykres 20 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 21 Notowania indeksu dolarowego DXY



Źródło: Reuters

W naszej ocenie Q1 może okazać się najłagodniejszym okresem dla złotego w relacji do euro w całym roku

W naszej ocenie pierwszy kwartał 2017 roku może okazać się najłagodniejszym okresem dla złotego w relacji do euro w całym roku. W tym czasie oczekujemy bowiem nasilenia negatywnych dla walut emerging markets tendencji globalnych związanych przede wszystkim z wydarzeniami w Stanach Zjednoczonych. Negatywnie na apetyt na ryzyko w Europie może oddziaływać ponadto ryzyko towarzyszące wyborom prezydenckim i parlamentarnym przewidzianym w 2017 roku w niektórych państwach unii monetarnej, a z których część przypada na pierwsze miesiące roku. Niesprzyjające mogą okazać się również czynniki krajowe, w szczególności obawy towarzyszące wzrostowi gospodarcemu. Podobnie jak możliwe ponowne po styczniowym posiedzeniu RPP rozczarowanie części rynku spodziewanym przez nas konsekwentnie sztywnym stanowiskiem Rady w kwestii zmian stóp procentowych w tym roku, w sytuacji gdy inflacja CPI w najbliższych miesiącach wejdzie w zakres dopuszczalnych przez NBP odchyleń od celu. Niewykluczone zatem, iż kurs EUR/PLN ponownie powróci do poziomu 4,45. W skrajnym przypadku możliwy jest także test grudniowego maksimum tj. poziom 4,50.

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Początek nowego roku to powrót do zwyczajki dochodowości wzdłuż całej krzywej

Grudzień w notowaniach krajowego długu był miesiącem dość dynamicznego spadku dochodowości obligacji średnio i długoterminowych, po wcześniejszej gwałtownej zwwyżce rentowności wywołanej zwycięstwem D.Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. W minionym miesiącu dochodowość 10-latki obniżyła się z poziomu 3,77% na początku grudnia do 3,41% na koniec omawianego okresu. Niewiele mniej, bo o 27 bps do 2,60% zmalała rentowność 5-latki. W tym czasie zdecydowanie bardziej stabilny był krótki koniec krzywej. Grudniowa amplituda wahań 2-latki wyniosła bowiem zaledwie 10 bps. Początek nowego roku natomiast to powrót do zwyczajki rentowności wzdłuż całej krzywej. Co ciekawe w styczniu dochodowość 10-latki nie zdołała wyrównać osiągniętego w grudniu maksimum, a krótki koniec krzywej pokonał go z nawiązką

### Za nami pierwszy przetarg przeprowadzony na nowych zasadach

Tabela 3. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2016 i 2017

| I 2016         |                             |                 | I 2017  |              |
|----------------|-----------------------------|-----------------|---|--------------|
| Data przetargu | Rodzaj papieru              | Sprzedaż mld zł | Rodzaj papieru  | Podaż mld zł |
| 07.01.16       | PS0421                      | 4,555           |   |              |
| 12.01.12       | OK108/<br>WZ0120/<br>WZ0126 | 8,074           |   |              |
| 05.01.17       |                             |                 | OK0419/<br>PS0422/<br>WZ1122/<br>WZ0126/<br>DS0727                                | 6,00         |
| 09.01.17       |                             |                 | Bony skarbowe   | 2,025        |
| 23.01.17       |                             |                 | OK0419/<br>PS0422/<br>WZ1122/<br>WZ0126/<br>DS0727<br>możliwe obligacje WS lub IZ | 5,0-10,0     |

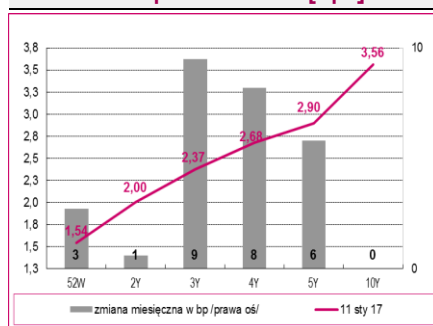
Źródło: MinFin

wyznaczając 27-miesięczne maksimum na poziomie 2,14%. Na początku 2017 roku wyraźnie wzrosły ponadto notowania kontraktów IRS. Źródłem zmian była publikacja znacząco wyższej od konsensusu inflacji za grudzień, która sprawiła, że część inwestorów zaczęła oczekiwać podwyżek stóp procentowych jeszcze w tym roku i to wbrew grudniowym słowom prezesa NBP, iż ten rok „z prawdopodobieństwem granicznym z pewnością” zakończy się stabilizacją kosztu pieniądza.

Styczeń na rynku papierów dłużnych to między innymi pierwsza aukcja przeprowadzona z wykorzystaniem nowego sposobu ustalania struktury papierów oferowanych na przetargu. Od 2017 roku na każdym przetargu obligacji (kasowym i zamiany) wystawiany będzie pakiet składający się z 5 serii obligacji aktualnie emitowanych, tj. obligacje on-the run typu OK, PS, DS, WZ krótszy, WZ dłuższy. Dodatkowo, jako szósta seria mogą być oferowane obligacje typu WS albo IZ, w zależności od zapotrzebowania zgłaszanego przez rynek. W ocenie Ministerstwa Finansów zmiana ma na celu ograniczenie zmienności cen obligacji na rynku wtórnym, w szczególności w okresach przedaukcyjnych, oraz ograniczenie ryzyka niedostosowania podaży do aktualnych warunków rynkowych. W efekcie zmiana powinna przełożyć się na zwiększenie efektywności i płynności rynku SPW.

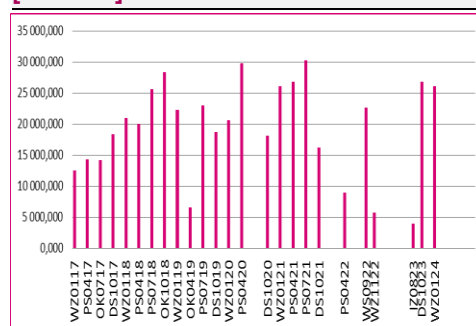
Na pierwszym tego typu przetargu 5 stycznia resort sprzedał na podstawowym przetargu obligacje OK0419, PS0422, WZ1122, WZ0126, DS0727 łącznie za 5,0 mld PLN przy popycie 12,904 mld PLN. Ze względu na wysokie zainteresowanie SPW MinFin dodatkowo, na przetargu uzupełniającym, sprzedał obligacje WZ1122 za 0,602 mld PLN i popycie 1,15 mld PLN oraz WZ0126 za 0,402 mld PLN i popycie 1,076 mld PLN. W naszej ocenie przetarg obligacji oraz styczniowa sprzedaż 33-tygodniowych bonów skarbowych o wartości 2 mld PLN przybliżyła Ministerstwo Finansów do zrealizowania blisko 1/3 potrzeb pożyczkowych przypadających na ten rok. Mimo, iż jest jeszcze za wcześnie, by ocenić wdrożenie przez Ministerstwo Finansów zmiany, to z pewnością zwiększą one komfort resortu przy finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Większa elastyczność powinna również wpływać na ceny uzyskiwane podczas sprzedaży tj. możliwe nieznaczne obniżenie kosztu pozyskania kapitału ze względu na zwiększoną konkurencję uczestników rynku, czy preferowanie papierów atrakcyjniejszych z punktu widzenia MinFin w danym momencie. Jednocześnie utrzymanie założeń ze „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2017-2020”, która zakłada m.in. utrzymanie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie nie niższym niż 4 lata oraz dążenie do osiągnięcia docelowego poziomu 4,5 roku (wg danych na koniec listopada br. średnia zapadalność wyniosła 4,44 roku) nie powinno budzić obaw, co do nadmiernego preferowania którejkolwiek z krótkoterminowych papierów. Podobnie jak przyjęte założenie, iż sprzedaż jednej obligacji na przetargu nie będzie wyższa niż 50% górnej wartości przedziału podaży na dany przetarg, o ile zgłoszony popyt będzie to umożliwiać. Podsumowując wprowadzone zmiany z punktu widzenia finansowania potrzeb pożyczkowych są pozytywne, a dla rynku będą wyzwaniem, jednak tylko w pierwszych miesiącach, gdy rynek będzie „uczył się” nowego sposobu ustalania struktury papierów oferowanych na przetargu.

Wykres 22 Miesięczna zmiana rentowności polskich SPW [bps]



Źródło: Reuters

Wykres 23 Wykupy obligacji po seriach [mld PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Konsekwentnie utrzymujemy swoje negatywne nastawienie do polskich obligacji

W naszej ocenie obserwowane na przelomie roku wyplaszczanie krzywej SPW rozpoczęte publikacją szacunku inflacji za grudzień ma szansę kontynuacji w kolejnych tygodniach. Mimo, iż rosnącą wiarę inwestorów w podwyżki stóp procentowych w tym roku uważamy za przesadną, to niewykluczone, iż wraz z kolejnymi odczytami inflacji CPI - wskazującymi według naszych prognoz na szybkie wejście w pasmo

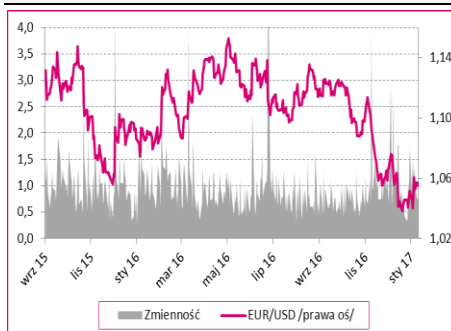
dopuszczalnych przez NBP odchylen od celu - rentowność 2-latek będzie kontynuowała wzrosty w kierunku 2,20%. Długi koniec krzywej tymczasem w krótkim okresie może ponownie - wzorem grudnia - powrócić do trendu spadkowego, które zakres oceniamy na 30 bps tj. do 3,35%. W tym przypadku wiele zależeć będzie od informacji ze Stanów Zjednoczonych. W szczególności publikacji danych makroekonomicznych oraz ich przełożenia na retorykę przedstawicieli członków Fed, a także startu prezydentury D.Trumpa. Z punktu widzenia czynników krajowych na notowania długoterminowego długu czynnikiem ryzyka jest jutrzejsza decyzja agencji Fitch i Moody's w sprawie ratingu Polski. Uznajemy jednak, że obie agencje przyjmą pozycję wyczekującą i utrzymają swoje dotychczasowe oceny wiarygodności kredytowej, co może przynieść niewielką presję na spadek dochodowości 10-latek. W dłuższym terminie jesteśmy natomiast konsekwentnie negatywnie nastawienie do wartości polskich obligacji. Oczekujemy, iż pod koniec 2017 roku rentowność polskiej 10-latki wzrośnie do 4,00%, a krótki koniec krzywej wzrośnie do 2,20% mimo, iż presję z wyceny SPW może czasowo zdejmować demontaż Otwartych Funduszy Emerytalnych, czy prawdopodobna na skutek ostabienia złotego, wysoka wpłata zysku NBP do budżetu zmniejszająca tegoroczne potrzeby pożyczkowe. Już teraz wiadomo, iż potrzeby pożyczkowe brutto w tym roku będą niższe o około 10 mld PLN niż przewidywane w ustawie 178,5 mld PLN, gdyż pod koniec ubiegłego roku nie było potrzeby emitowania bonów skarbowych zapadających w 2017 roku. Problemem, który dopiero będzie zdyskontowany, będą jednak możliwe napięcia w przyszłorocznym budżecie i to, obok wydarzeń globalnych, stanowi główną przesłankę oczekiwanego przez nas wzrostu rentowności.

### RYNKI ZAGRANICZNE

**W minionym miesiącu argumentami za spadkiem eurodolara były działania zarówno Fed i EBC**

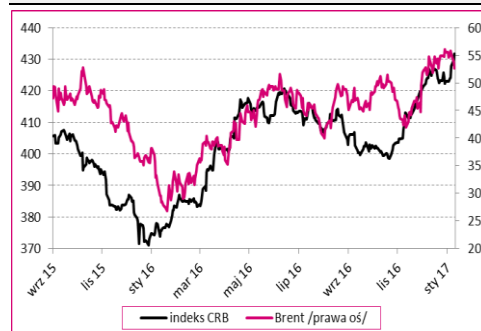
Przełom listopada i grudnia to okres krótkotrwałego, aczkolwiek gwałtownego wzrostu eurodolara. W kolejnych dniach grudnia notowania eurodolara powróciły jednak do średnioterminowego trendu spadku kursu EUR/USD zapoczątkowanego zwycięstwem D.Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. W minionym miesiącu argumentami za spadkiem eurodolara były działania zarówno amerykańskiej Rezerwy Federalnej, jak i Europejskiego Banku Centralnego. W grudniu - zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami - Rada Prezesów EBC przeanalizowała dotychczasowy program skupu aktywów. Wprowadzone zmiany oznaczały dalsze złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro. Mimo, iż wartość programu QE została obniżona do poziomu 60 mld EUR miesięcznie, to bank zdecydował o wydużeniu jego obowiązywania co najmniej do końca 2017 roku tj. o minimum 9 miesięcy. Kluczowe okazały się szczegóły wprowadzanych zmian. EBC obniżył bowiem zapadalności skupowanych papierów do jednego roku i zniósł barierę minimalnej rentowności nabywanego długu na poziomie stopy depozytowej. Reakcją rynku na te informacje był dynamiczny spadek wartości euro. Tym bardziej, iż prezes EBC wielokrotnie zapewniał, iż zmniejszenie wartości programu QE nie jest początkiem jego wygaszania, a wartość skupu może zostać podniesiona w każdej chwili. Przewidywania euro nie zatrzymały nawet nieznacznie podwyższone w stosunku do września prognozy makroekonomiczne dotyczące PKB i CPI w kolejnych latach.

**Wykres 24 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań**



Źródło: Reuters

**Wykres 25 Notowania ropy Brent [USD/baryłka] oraz indeksu cen metali CRB**



Źródło: Reuters

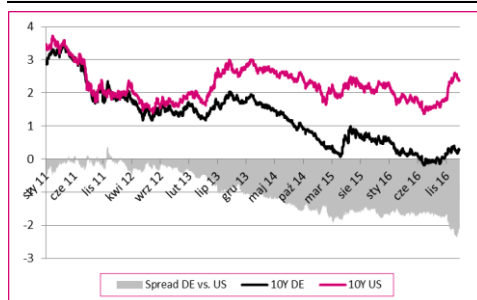
Kolejnym argumentem za spadkiem kursu EUR/USD było posiedzenie Rezerwy Federalnej. Mimo, iż decyzja o podwyżce stóp procentowych nie była zaskoczeniem, to zaskakiwać mogło jastrzębie stanowisko Fed w kwestii przyszłorocznego tempa podwyżek stóp procentowych. Zgodnie z wykresem dot-plot bankierzy centralni oczekują, iż w tym roku stopy procentowe zostaną podniesione trzykrotnie wobec

**Podtrzymujemy nasze oczekiwania na 2017 rok zakładające niższą eurodolara do parytetu**

dwóch ruchów oczekiwanych w 2017 roku podczas wrześniowego posiedzenia. Nie sprawdziły się zatem oczekiwania, iż Fed zdecyduje się na tzw. „dovish hike” tj. zacieśnienie polityki monetarnej połączone z gotąbnią retoryką, by nie kreować przesadnych oczekiwań co do przyszłorocznego tempa podwyżek kosztu pieniądza w 2017 roku. Determinacja Rezerwy Federalnej do sprawniejszego niż w poprzednich latach zacieśniania polityki pieniężnej wyraźnie wsparła dolara, a kurs EUR/USD osiągnął poziom 1,0339 tj. najniższy od 2002 roku.

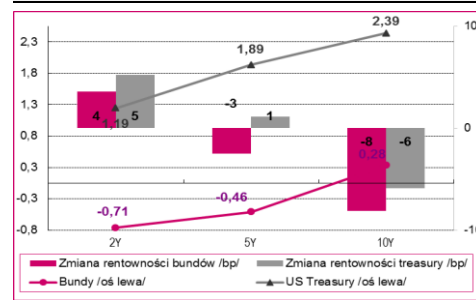
Uważamy, iż nasilająca się dysproporcja pomiędzy politykami monetarnymi USA, a EMU będzie wspierać dolara na międzynarodowych rynkach także i w tym roku. Tym bardziej, że w przypadku EBC nadal większe prawdopodobieństwo towarzyszy możliwości silniejszego luzowania, aniżeli próbie normalizacji polityki pieniężnej. Z kolei w przypadku Stanów Zjednoczonych uważamy, iż rynek pod wpływem coraz bardziej optymistycznych danych makroekonomicznych może zacząć wyceniać trzy podwyżki stóp procentowych tj. scenariusz zgodny z oficjalną prognozą Fed. Mimo, iż jak pokazał ubiegły rok takie oczekiwania Fed mogą być mylące - pierwotnie koszt pieniądza w USA miał być podnoszony w 2016 roku czterokrotnie - to plany pokrzyżowały między innymi wydarzenia jednorazowe jak nieoczekiwana decyzja dotycząca Brexitu. W tym roku natomiast uważamy, iż środowisko makroekonomiczne dostarczy komfortu Rezerwie Federalnej przy podejmowaniu decyzji o dalszej normalizacji polityki pieniężnej. Konsekwentna poprawa na rynku pracy - rozumiana już nie tylko jako spadek stopy bezrobocia, która obecnie jest poniżej stopy naturalnej, ale coraz bardziej optymistyczne dane dotyczące np. płacy godzinowej, poprawa indeksów koniunktury, czy inflacja bliska celu sprawiają, że w 2017 roku tempo podwyżek stóp procentowych powinno być sprawniejsze niż w ubiegłych latach. Czynnikiem ryzyka dla takiego scenariusza będą rotacyjne zmiany w składzie FOMC - na członków o łagodnym nastawieniu - czy obawy, iż zbyt silny dolar, obok pomysłów gospodarczych D.Trumpa, będzie hamować proces podwyżek kosztu pieniądza. Źródłem spadków eurodolara mogą jednak okazać się problemy Europy związane z kalendarzem wyborczym w czołowych państwach unii monetarnej tj. Niemczech, Francji, Holandii. Groźba dojścia do władzy populistów dążących niejednokrotnie do porzucenia niektórych idei wspólnoty może ciążyć na wycenie euro. Z tych powodów uważamy, iż kurs EUR/USD w tym roku ma szansę testować parytet. Głębszy zakres aprecjacji wyklucza zdyskontowanie sporej ilości pozytywnych dla dolara.

**Wykres 26 Notowania 10-latek niemieckich i amerykańskich [%]**



Źródło: Reuters

**Wykres 27 Miesięczna zmiana rentowności długu Niemiec i USA [bps]**



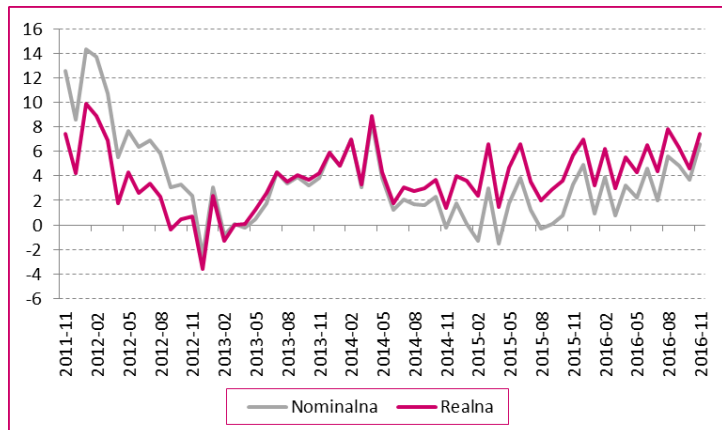
Źródło: Reuters

**W naszej ocenie spread 10-letnich Treasuries do Bundów ma szansę się dalej pogłębić**

Za najważniejsze wydarzenie grudnia na rynku obligacji bazowych - zgodne z naszymi przewidywaniami z poprzedniego raportu - uznać należy wzrost spreadu pomiędzy amerykańską, a niemiecką 10-latką do rekordowych 236 bps. Rozszerzenie różnicy w dochodowości papierów bardzo dobrze odzwierciedlało zmiany jakie w minionym miesiącu dokonała amerykańska Rezerwa Federalna i Europejski Bank Centralny, gdy w Stanach Zjednoczonych doszło do podwyżki stóp procentowych wraz z silniejszym od oczekiwań zaostrzeniem retoryki, podczas gdy w unii monetarnej zdecydowano o silniejszym od konsensu złagodzeniu nastawienia. W rezultacie rentowność 10-latki wzrosła do 2,60%, a niemieckiego Bunda wynosiła w tym czasie zaledwie 0,24%. Podtrzymujemy nasze nastawienie prezentowane w poprzednich miesiącach, iż w 2017 roku spread pomiędzy wspomnianymi wcześniej obligacjami ma szansę się powiększać nieznacznie z uwagi na nasilające się dysproporcje w polityce pieniężnej prowadzonej w EMU i USA. Dochodowość długiego końca amerykańskiej krzywej powinna kierować się w stronę poziomu 3,00% podczas, gdy rentowność Bunda oscylować będzie przez większość roku wokół 0,35%.

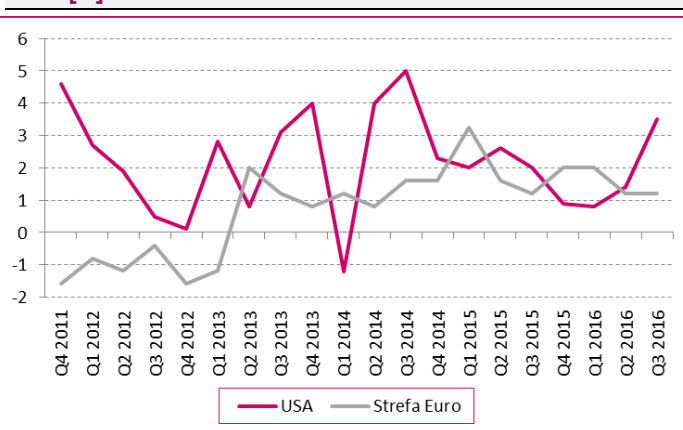
## PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 28 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



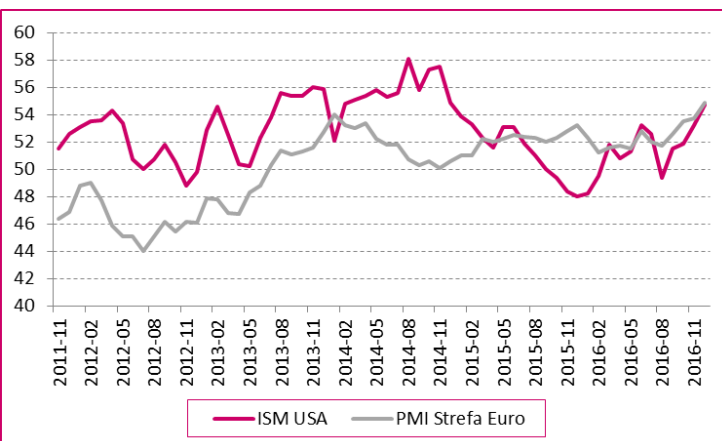
Źródło: Datastream

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



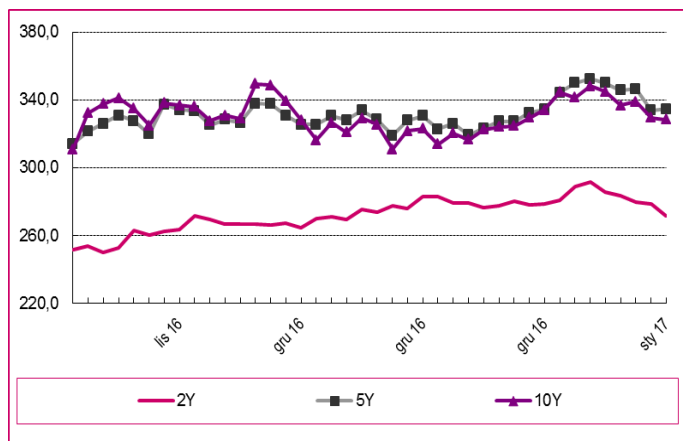
Źródło: Datastream

Wykres 30 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



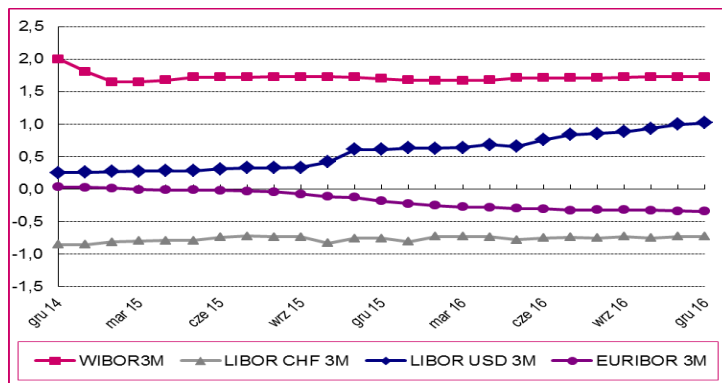
Źródło: Datastream

Wykres 31 Spread polskich i niemieckich obligacji [bps]



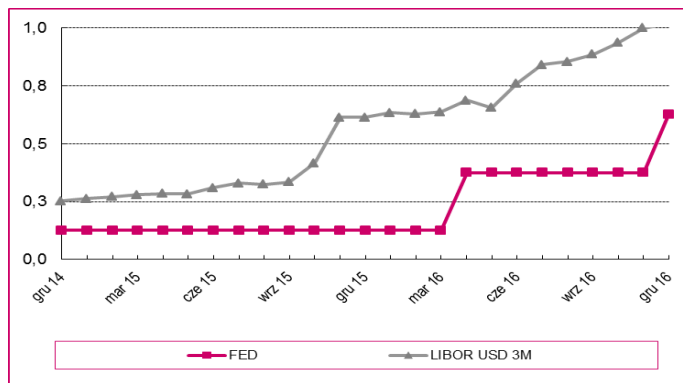
Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

Wykres 33 Notowania LIBOR USD 3M i Fed fund rate [%]



Źródło: Reuters



## DANE I PROGNOZY

### DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

|                                      | kwi 16 | maj 16 | cze 16 | lip 16 | sie 16 | wrz 16 | paź 16 | lis 16 | gru 16 | sty 17 |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Inflacja- CPI (% r/r)                | -1,1   | -0,9   | -0,8   | -0,9   | -0,8   | -0,6   | -0,2   | 0,0    | 0,8    | 1,6    |
| Inflacja bazowa (% r/r)              | -0,4   | -0,4   | -0,2   | -0,4   | -0,4   | -0,4   | -0,2   | -0,1   | 0,0    | 0,4    |
| Ceny producenta - PPI (% r/r)        | -1,2   | -0,4   | -0,8   | -0,5   | -0,1   | 0,2    | 0,6    | 1,7    | 2,5    | 3,1    |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r)           | 11,6   | 11,6   | 11,4   | 10,7   | 10,1   | 9,4    | 8,7    | 9,7    | 9,8    | 9,9    |
| Produkcja przemysłowa (% r/r)        | 6,0    | 3,2    | 6,0    | -3,4   | 7,5    | 3,2    | -1,3   | 3,3    | 0,5    | 11,0   |
| Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r) | 5,5    | 4,3    | 6,5    | 4,4    | 7,8    | 6,3    | 4,6    | 7,4    | 6,5    | 9,9    |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR)    | 691    | 1392   | -723   | -993   | -739   | -445   | -393   | -760   | -      | -      |
| Eksport (EUR, % r/r)                 | 4,0    | 1,4    | 6,0    | -5,2   | 9,2    | 2,7    | -3,1   | -3,5   | -      | -      |
| Import (EUR, % r/r)                  | 0,0    | 2,5    | 0,8    | -6,9   | 10,8   | 3,1    | 0,2    | 0,2    | -      | -      |
| Płace, sek. przeds. (% r/r)          | 4,6    | 4,1    | 5,3    | 4,8    | 4,7    | 3,9    | 3,6    | 4,0    | 4,3    | 4,4    |
| Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)   | 2,8    | 2,8    | 3,1    | 3,2    | 3,1    | 3,2    | 3,1    | 3,1    | 3,1    | 2,9    |
| Stopa bezrobocia (%)                 | 9,4    | 9,1    | 8,7    | 8,5    | 8,4    | 8,3    | 8,2    | 8,2    | 8,3    | 8,9    |

|                                     | kwi 16 | maj 16 | cze 16 | lip 16 | sie 16 | wrz 16 | paź 16 | lis 16 | gru 16 | sty 17 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 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)            | 1,57   | 1,59   | 1,65   | 1,65   | 1,65   | 1,65   | 1,66   | 1,66   | 1,66   | 1,66   |
| WIBOR 3M (koniec okresu)            | 1,67   | 1,68   | 1,71   | 1,71   | 1,71   | 1,71   | 1,72   | 1,73   | 1,73   | 1,73   |
| Obligacja 2-letnia (koniec okresu)  | 1,52   | 1,61   | 1,66   | 1,64   | 1,64   | 1,77   | 1,81   | 1,96   | 2,04   | 2,05   |
| Obligacja 5-letnia (koniec okresu)  | 2,28   | 2,32   | 2,24   | 2,29   | 2,15   | 2,35   | 2,51   | 2,87   | 2,89   | 2,90   |
| Obligacja 10-letnia (koniec okresu) | 3,09   | 3,11   | 2,91   | 2,88   | 2,77   | 2,92   | 3,10   | 3,65   | 3,63   | 3,60   |
| Kurs EUR/PLN (koniec okresu)        | 4,37   | 4,38   | 4,38   | 4,35   | 4,36   | 4,29   | 4,31   | 4,45   | 4,40   | 4,40   |
| Kurs USD/PLN (koniec okresu)        | 3,81   | 3,94   | 3,94   | 3,90   | 3,91   | 3,82   | 3,92   | 4,20   | 4,18   | 4,15   |
| Kurs EUR/USD (koniec okresu)        | 1,15   | 1,11   | 1,11   | 1,12   | 1,12   | 1,12   | 1,10   | 1,06   | 1,05   | 1,06   |

### DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

|   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017P  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PKB (mld PLN)   | 1445,3 | 1566,8 | 1629,4 | 1656,8 | 1719,7 | 1798,3 | 1852,1 | 1934,0 |
| PKB (wzrost realny, %)  | 3,6    | 5      | 1,6    | 1,4    | 3,3    | 3,9    | 2,6    | 3,1    |
| Popyt krajowy (wzrost realny, %)  | 4,2    | 4,2    | -0,5   | -0,6   | 4,7    | 3,4    | 3,5    | 3,3    |
| Spożycie prywatne (wzrost realny, %)  | 2,6    | 3,3    | 0,8    | 0,3    | 2,6    | 3,2    | 3,6    | 3,9    |
| Inwestycje (wzrost realny, %)   | 0      | 8,8    | -1,8   | -1,1   | 10     | 6,1    | -6,0   | 3,5    |
| Stopa bezrobocia (koniec okresu)  | 12,4   | 12,5   | 13,4   | 13,4   | 11,4   | 9,7    | 8,3    | 8,1    |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)   | -5,4   | -5,2   | -3,7   | -1,3   | -2,1   | -0,6   | -0,6   | -0,8   |
| Inflacja CPI (średnio w roku, %)  | 2,6    | 4,3    | 3,7    | 0,9    | 0,0    | -0,9   | -0,6   | 1,6    |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r) | 1,6    | 3,1    | 1,4    | 1,1    | 0,5    | 0,2    | 0,0    | 1,0    |
| Saldo sektora general government (% PKB)                                    | -7,3   | -4,8   | -3,7   | -4,1   | -3,4   | -2,6   | -2,0   | -3,0   |
| Stopa referencyjna (koniec okresu)  | 3,50   | 4,50   | 4,25   | 2,50   | 2,00   | 1,50   | 1,50   | 1,50   |
| WIBOR 3M (koniec okresu)  | 3,95   | 4,99   | 4,11   | 2,71   | 2,06   | 1,72   | 1,73   | 1,76   |
| Kurs EUR/PLN (koniec okresu)  | 3,97   | 4,47   | 4,08   | 4,15   | 4,29   | 4,26   | 4,40   | 4,35   |
| Kurs USD/PLN (koniec okresu)  | 2,97   | 3,45   | 3,09   | 3,02   | 3,54   | 3,92   | 4,18   | 4,15   |

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

## KALENDARIUM

### Styczeń / Luty

| Poniedziałek   | Wtorek   | Środa  | Czwartek  | Piątek  |
|--|--|--|---|---|
|  |  | 11 PL: decyzja w sprawie stóp procentowych<br>US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA  | 12 EZ: produkcja przemysłowa<br>US: liczba nowych bezrobotnych  | 13 PL: podaż pieniądza M3, bilans handlowy, CPI<br>US: PPI, sprzedaż detaliczna, indeks uniwersytetu Michigan   |
| 16 EZ: bilans handlowy<br>PL: inflacja bazowa  | 17 GE: ZEW   | 18 GE: CPI<br>EZ: CPI, inflacja bazowa<br>US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, CPI, produkcja przemysłowa<br>PL: płace, zatrudnienie   | 19 EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych<br>PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna<br>US: liczba nowych bezrobotnych | 20 GE: PPI  |
| 23   | 24 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach<br>EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach<br>US: sprzedaż domów na rynku wtórnym | 25 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA<br>PL: stopa bezrobocia<br>GE: IFO  | 26 US: liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż nowych domów  | 27 EZ: podaż pieniądza M3<br>US: PKB, zamówienia na dobra trwałe, indeks uniwersytetu Michigan, dochody i wydatki prywatne, inflacja PCE, GE: sprzedaż detaliczna |
| 30 EZ: indeks nastrojów konsumenckich<br>GE: CPI<br>US: dochody i wydatki prywatne, inflacja PCE, inflacja bazowa PCE, sprzedaż domów na rynku wtórnym | 31 EZ: PKB, szacunek inflacji, inflacja bazowa<br>US: CaseShiller, Conference Board  | 01 PL: PMI w przemyśle<br>GE: PMI w przemyśle<br>EZ: PMI w przemyśle<br>US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP, PMI w przemyśle, ISM, decyzja w sprawie stóp procentowych | 02 EZ: PPI<br>US: liczba nowych bezrobotnych  | 03 GE: PMI w usługach<br>EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna<br>US: stopa bezrobocia, PMI w usługach, zamówienia na dobra trwałe                              |
| 06 GE: zamówienia fabryczne<br>EZ: indeks Sentix   | 07 GE: produkcja przemysłowa<br>PL: stan rezerw NBP<br>US: bilans handlowy   | 08 PL: decyzja w sprawie stóp procentowych   | 09 GE: bilans handlowy<br>US: liczba nowych bezrobotnych  | 10 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](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

**Urszula Kryńska**

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

[urszula.krynska@bankmillennium.pl](mailto:urszula.krynska@bankmillennium.pl)

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

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

**Bank Millennium SA**

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