

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

10 lutego 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

- Wzrost gospodarczy wyniósł w 2016 roku 2,8% co oznacza, że w 4Q ub. roku gospodarka przestała wyhamowywać i dynamika PKB w ostatnich trzech miesiącach minionego roku wyniosła, według naszych szacunków, 2,6% r/r wobec 2,5% r/r w 3Q. Głównym motorem wzrostu pozostała konsumpcja prywatna, która w całym 2016r. wzrosła o 3,6%, a jej kontrybucja do wzrostu PKB wyniosła 2,8 pkt. proc. Dobrą sytuację konsumpcji potwierdzają dane o sprzedaży detalicznej, która w grudniu wzrosła o 6,1% r/r realnie. Solidne wzrosty notuje sprzedaż dóbr trwałego użytku co wskazuje na fundamentalny charakter zmian konsumpcji. Sprzyja temu poprawa nastrojów gospodarstw domowych. Inwestycje w środki trwałe okazały się największym rozczarowaniem ubiegłego roku, spadając o 6%. Pozytywny jest fakt, iż w samym 4Q ich spadek wyhamował do ok. 6% z 7,7% r/r w 3Q, co sugerowały mniejsze spadki produkcji budowlano-montażowej. W grudniu wyhamowały one do 8,0% r/r wobec spadku o 12,8% r/r w listopadzie i aż 20,1% r/r w październiku. Drugi miesiąc z rzędu wyraźnie wzrosła produkcja budowlana po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych. Opublikowane dotychczas przez GUS dane wskazują, że polska gospodarka w ostatnich miesiącach minionego roku przechodziła przez punkt zwrotny i aktywność ekonomiczna przestała wyhamowywać po osiągnięciu bardzo słabych wyników w 3Q. Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w całym roku na poziomie 3,1% choć obecnie ryzyka kształtują się po stronie wyższego odczytu.
- Według wstępnego szacunku Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa w 2016 roku wyniósł 46,3 mld PLN i stanowił 84,6% rocznego planu. W ciągu miesiąca odnotowano zaskakująco wysoki deficyt równy 18,7 mld PLN, który był m.in. skutkiem załamania wpływów z VAT, które były o połowę niższe niż w ostatnim miesiącu 2015r. Wpływy z VAT w całym roku były o 2,5 mld PLN niższe niż zaplanowano i wyniosły 126,6 mld PLN. Wykonanie po grudniu sugeruje, że w całym roku uszczelnienie poboru podatku VAT nie miało miejsca. Wg naszego wstępnego szacunku wpływy z VAT w relacji do PKB nie zmieniły się w stosunku do roku poprzedniego, w odniesieniu do konsumpcji nastąpił natomiast ich dalszy spadek. W naszej ocenie mogło to wynikać z przeprowadzenia niesłusznie wstrzymywanych w ciągu roku zwrotów, co m.in. pozwoliło przesunąć część deficytu z 2017r., kiedy sytuacja budżetu będzie trudniejsza. Przesunięcie kasowego deficytu z przyszłego roku miało też prawdopodobnie miejsce po stronie wydatkowej.
- Początek nowego roku w notowaniach złotego należy uznać za imponujący. W styczniu kurs EUR/PLN kontynuował zainaugurowany pod koniec 2016 roku spadkowy trend, a w ostatnich dniach ubiegłego miesiąca wzrost wartości polskiej waluty wyraźnie przyspieszył. Co ciekawe zmiany na polskim rynku walutowym nie pokrywały się z trendami obserwowanymi w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie styczeń był okresem spadku wartości między innymi węgierskiego forinta, tureckiej liry, czy rumuńskiego leja. Tymczasem kurs EUR/PLN wyznaczył w pierwszych dniach lutego najniższy poziom od niemal czterech miesięcy tj. 4,2730. Aprecjacja złotego w połączeniu ze zmianami na rynku eurodolara skutkowałą natomiast niższą USD/PLN poniżej 4,00 tj. o 25 groszy licząc od początku roku. W tym czasie żadna inna waluta na świecie nie umocniła się do dolara tak bardzo.

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,50%-0,75%	14-15 mar	0,50%-0,75%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	16 mar	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	9 sty	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	7-8 mar	1,50%

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY.....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA.....	8
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	9
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH .	10
RYNKI ZAGRANICZNE.....	11
PRZEGLĄD DANYCH	14
DANE I PROGNOZY	15
KALENDARIUM	16

Makro i rynek

raport miesięczny

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Wyhamowanie spowolnienia wzrostu gospodarczego w 4Q ub. roku

Konsumpcja prywatna głównym motorem gospodarki w 2016 roku...

... a także w roku 2017

Załamanie inwestycji w roku 2016, choć 4Q przyniósł wyhamowanie spadków

Lepsze wyniki produkcji budowlano-montażowej w listopadzie i październiku

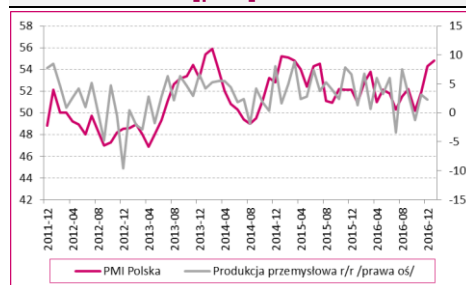
Według wstępnego szacunku GUS wzrost gospodarczy wyniósł w 2016 roku 2,8%, co było wynikiem nieco lepszym niż oczekiwano. Oznacza to, że w 4Q ub. roku gospodarka przestała wyhamowywać i dynamika PKB w ostatnich trzech miesiącach minionego roku wyniosła według naszych szacunków 2,6% r/r wobec 2,5% r/r w 3Q. Na poprawę koniunktury gospodarczej pod koniec roku 2016 wskazywały już dane wysokiej częstotliwości dotyczące produkcji przemysłowej, produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej. Poprawiły się także odczyty koniunktury gospodarczej.

Głównym motorem wzrostu pozostała konsumpcja prywatna, która w całym 2016r. wzrosła o 3,6%, a jej kontrybucja do wzrostu PKB wyniosła 2,8 pkt. proc. Jak już wielokrotnie wskazywaliśmy wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych, wsparty dodatkowo wypłatą świadczeń w ramach programu Rodzina 500+, niskie bezrobocie oraz poprawa nastrojów konsumentów sprzyjały konsumpcji, która rośnie w tempie najszybszym od 2008r. Szacujemy, że w samym 4Q ub.r roku konsumpcja wzrosła o ok. 4,2% r/r.

Dobłą sytuację konsumpcji potwierdzają dane o sprzedaży detalicznej, która w grudniu wzrosła o 6,4% r/r w ujęciu nominalnym i 6,1% r/r realnie. Warto przy tym zauważyć, że po raz pierwszy od marca 2013r. dynamika realna była niższa niż nominalna, co wskazuje na wygaśnięcie korzystnego wpływu deflacji na realną konsumpcję. Solidne wzrosty notuje sprzedaż dóbr trwałego użytku (samochody, odzież, obuwie, meble) potwierdzając fundamentalny charakter zmian konsumpcji. Sprzyja temu poprawa nastrojów gospodarstw domowych. Zarówno bieżący, jak i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumentów znajdują się na poziomach najwyższych w historii badania. Dotyczy to również skłonności gospodarstw domowych do dokonywania ważnych zakupów. W pierwszej połowie tego roku solidne wzrosty konsumpcji powinny się utrzymać. W drugiej połowie roku spodziewamy się wyhamowania dynamiki spożycia ze względu na wygasanie wpływu wypłaty świadczeń socjalnych, a także wyhamowania dynamiki dochodów realnych. Średnio w roku wzrost konsumpcji powinien utrzymać się na poziomie 3,9%.

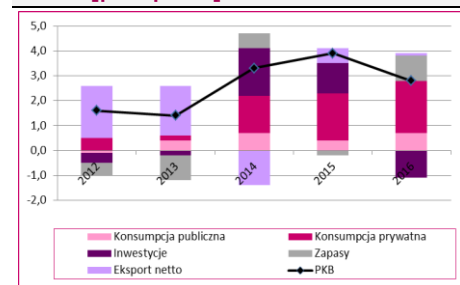
Inwestycje w środki trwałe okazały się największym rozczarowaniem ubiegłego roku, spadając o 6%. Pozytywny jest fakt, iż w samym 4Q ich spadek wyhamował do ok. 6% z 7,7% r/r w 3Q, co sugerowały mniejsze spadki produkcji budowlano-montażowej. Zapaść inwestycji to efekt ich ograniczania przez firmy sektora publicznego, a także samorządy i budżet centralny. W ubiegłym roku inwestycje samorządów spadły o 35,1%, choć w samym 4Q były o 23,1% niższe niż rok wcześniej. Dane o inwestycjach firm publicznych i sektora centralnego za cały rok nie są jeszcze dostępne, jednak prawdopodobne jest wyhamowanie wcześniej notowanych głębokich spadków, m.in. ze względu na poprawę wykorzystania środków unijnych.

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



Źródło: Datastream

Wykres 2 Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce [pkt. proc.]



Źródło: Datastream

Sugerują to wyniki produkcji budowlano-montażowej za ostatnie dwa miesiące minionego roku. W grudniu jej spadek wyhamował do 8,0% r/r wobec spadku o 12,8% r/r w listopadzie i aż 20,1% r/r w październiku. Drugi z rzędu miesiąc wyraźnie wzrosła produkcja budowlana po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych. Uwagę zwraca, iż najpłytszy spadek produkcji zanotowały przedsiębiorstwa zajmujące się wznoszeniem obiektów inżynierii lądowej. Może to oznaczać stopniową odbudowę inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych, na co wcześniej wskazywały dane z systemu SL-2014, a także bilansu płatniczego o

Makro i rynek

raport miesięczny

Dane za listopad i grudzień wskazują na możliwość poprawy koniunktury gospodarczej

Po listopadzie skumulowany deficyt bieżący pozostał na bardzo niskim poziomie ok. 0,7% PKB

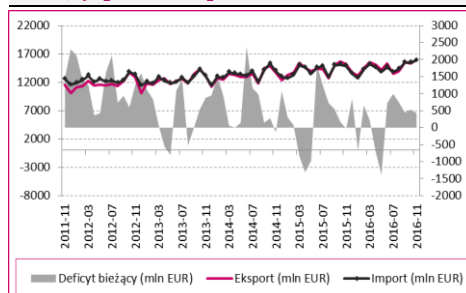
W kolejnych miesiącach import będzie podbijany przez ceny ropy naftowej i rosnąca konsumpcję

podwyższonym wpływem funduszy unijnych w listopadzie i październiku, szczególnie w ramach programu Infrastruktura i Środowisko.

Opublikowane dotychczas przez GUS dane wskazują, że polska gospodarka w ostatnich miesiącach minionego roku przechodziła przez punkt zwrotny i aktywność ekonomiczna przestała wyhamowywać po osiągnięciu bardzo słabych wyników w 3Q. Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej sugerują dodatnie momentum polskiej gospodarki. Także indeksy koniunktury wskazują na możliwość utrzymania się dobrej koniunktury. Indeks PMI dla polskiego przemysłu przetwórczego wzrósł w grudniu do 54,8 pkt., poziomu najwyższego od marca 2015 roku. Poprawa indeksów koniunktury widoczna jest także w branży budowlanej, gdzie indeks klimatu koniunktury, po wyeliminowaniu czynników sezonowych, osiągnął poziom najwyższy od połowy 2011r., również w zakresie produkcji i nowych zamówień. Poprawie koniunktury w polskiej gospodarce powinna pomagać lepsza kondycja naszych głównych partnerów handlowych, widoczna we wzroście indeksów PMI w strefie euro, szczególnie w Niemczech. Będzie to wspierać eksport na polskie towary i usługi, co już obecnie widoczne jest w wyraźnym wzroście zamówień eksportowych. Oczekujemy zatem stopniowej odbudowy wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, choć w pierwszej połowie roku powinien utrzymać się poniżej 3%. Wyraźniejsze ożywienie możliwej jest w drugiej połowie roku, szczególnie w 4Q, kiedy wzrost PKB przekroczy 3,5%. Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w całym roku na poziomie 3,1% choć obecnie ryzyka kształtuje się po stronie wyższego odczytu.

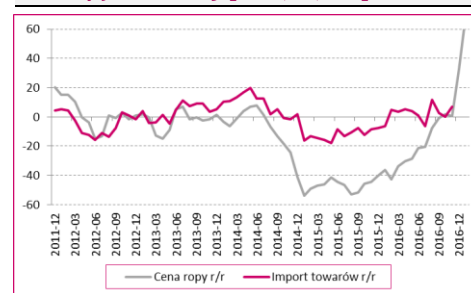
Rachunek bieżący wykazał w listopadzie nieco większy od oczekiwań rynkowych deficyt równy 427 mln EUR wobec 531 mln EUR deficytu w październiku. Deficyt skumulowany za poprzednie 12 miesięcy pogłębił się nieco, do 12,1 mld PLN z 10,1 mld PLN, jednak pozostał na bardzo niskim poziomie ok. 0,7% PKB (wobec 0,5% PKB po wrześniu). W listopadzie odnotowano dodatnie saldo wymiany towarowej i saldo usług oraz ujemne saldo dochodów pierwotnych i wtórnych.

Wykres 3 Import, eksport i deficyt bieżący [mln EUR]



Źródło: Datastream

Wykres 4 Dynamika importu towarów i cen ropy naftowej [USD, %, r/r]



Źródło: Datastream

W listopadzie nastąpiło wyraźne przyspieszenie wolumenów wymiany towarowej po trudnym dla całej gospodarki październiku. Wyrażony euro eksport wzrósł o 4,6% r/r, import zwiększył się natomiast o 6,4% r/r, analogiczne dynamiki w złotych wyniosły 7,9% oraz 9,8% r/r. Z danych GUS wynika, że w 2016r. zwiększył się udział w eksporcie krajów rozwiniętych (spoza strefy euro), spadł natomiast rozwijających się. W kolejnych miesiącach oczekujemy utrzymania eksportu na ścieżce wzrostowej, m.in. w konsekwencji poprawy warunków w światowym przemyśle na przełomie roku. Dla kształtowania się importu kluczowe będą dwa czynniki: ceny ropy naftowej oraz popyt krajowy. Wg danych GUS w okresie styczeń-listopad odnotowano wzrost importu towarów konsumpcyjnych o 15,4% oraz towarów przeznaczonych na zużycie pośrednie o 2,8%, przy spadku importu dóbr inwestycyjnych o 4,5%. Widać więc ze wzrostem znaczenie importu konsumpcyjnego. W kolejnych kwartałach spodziewamy się utrzymania solidnej dynamiki konsumpcji, co przełoży się na wzrost importu i w konsekwencji wzrost deficytu bieżącego. W przypadku wzrostu importu przeznaczonego na zużycie pośrednie, mamy do czynienia również ze wzrostem eksportu, więc wpływ na saldo wymiany jest mniejszy. Innym czynnikiem, który podniesie import są ceny ropy naftowej. W pierwszych trzech kwartałach roku udział importu ropy naftowej i produktów oraz gazu ziemnego w imporcie ogółem wynosił ok. 5,0%. Obserwowany wzrost cen ropy naftowej będzie podnosić wartość importu tych produktów. W listopadzie wyrażona w PLN cen ropy naftowej wzrosła o ok 3,0% r/r, w grudniu wzrost ten przekroczył 40%, a w styczniu 70% r/r.

Makro i rynek

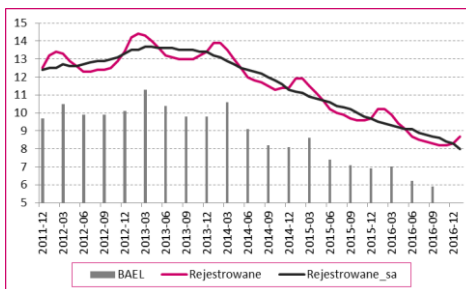
raport miesięczny

Warunki na rynku pracy ulegają ciągłej poprawie, a odsezonowana stopa bezrobocia osiąga nowe minima

W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji szybszego wzrostu importu niż eksportu i, w konsekwencji, pewnego pogorszenia salda rachunku bieżącego. Deficyt pozostanie jednak na niskim poziomie. Co więcej jest on w całości finansowany przez napływ środków w ramach rachunku kapitałowego. Głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się salda tego rachunku jest napływ środków z Unii Europejskiej, głównie programów infrastrukturalnych. W 2016r. dodatnie saldo rachunku kapitałowego wyraźnie spadło, co było związane z powolnym wdrażaniem nowej perspektywy finansowej UE. Jednak nawet po spadku o ok. 70% w ujęciu płynnego roku, saldo rachunku kapitałowego z nawiązką pokrywało deficyt na rachunku bieżącym. Taka sytuacja się utrzyma w najbliższym czasie, zwłaszcza biorąc pod uwagę napływ środków z UE obserwowany w listopadzie i grudniu 2016r., który świadczy o odblokowaniu nowej perspektywy finansowej.

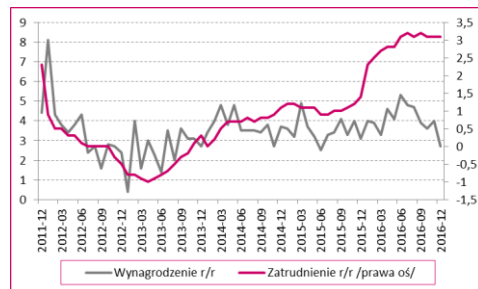
Warunki na rynku pracy ulegają ciągłej poprawie, a odsezonowana stopa bezrobocia osiąga nowe minima. Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej szacuje, że stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 8,7% z 8,3%. Wzrost bezrobocia jest typowy dla przełomu roku, gdy następuje zakończenie prac na czas określony a zima nie sprzyja prowadzeniu prac w budownictwie, rolnictwie i niektórych usługach. Jednak w bieżącym roku był on stosunkowo niewielki, w rezultacie stopa bezrobocia rejestrowanego po odsezonowaniu ustanowiła nowe minimum na poziomie 8,1%. Wg danych resortu spadek liczby bezrobotnych przyspieszył do 15,1% r/r, liczba ofert pracy zgłoszonych w urzędach była natomiast o 38,3% wyższa niż w styczniu 2016r. W rezultacie liczba bezrobotnych przypadających na ofertę pracy spadła do 11,4 z 14,7, a po odsezonowaniu ustanowiła nowe minimum, potwierdzając utrzymujące się napięcia na rynku pracy.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: Datastream

Przedsiębiorstwa napotykają na coraz poważniejsze problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników

Wg najnowszego badania koniunktury opracowanego przez NBP przedsiębiorstwa napotykają na coraz poważniejsze problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników. Sytuacja nie jest wprawdzie tak poważna, jak na przełomie lat 2007/2008, kiedy problem ze znalezieniem pracowników stanowił główną barierę rozwoju, ale dynamicznie rośnie odsetek przedsiębiorstw, które deklarują trudności ze skompletowaniem załogi i wynosi ok. 7,0%. Również oceny stopy bezrobocia dokonywane przez konsumentów odbiegają znacząco od boomu w 2007/2008, kiedy to stopa bezrobocia była o ok. 1 pkt. proc. wyższa niż obecnie. Element wskaźnika koniunktury konsumenckiej, który mierzy oczekiwaną w ciągu 12 miesięcy zmianę poziomu bezrobocia (ze znakiem przeciwnym) wzrósł w styczniu o -0,1 pkt. z -4,1 pkt. i był najwyższy od października 2008r., jednak oczekiwania dotyczące przyszłej stopy bezrobocia są obecnie wyraźnie mniej optymistyczne niż w połowie 2007r., kiedy wskaźnik koniunktury wyniósł nawet 22,5 pkt. Może być to związane z niskim ruchem na rynku pracy. Co prawda Liczba bezrobotnych wyraźnie spada, podobnie jak liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych, i bezrobotnych zwolnionych z przyczyn zakładu pracy jednocześnie jednak w ostatnim półroczu nasilił się spadek wyrejestrowań, w tym z tytułu podjęcia pracy (w grudniu były one o 20,6% niższe niż przed rokiem). Sugeruje to, że ruch na rynku pracy jest niewielki. Drugą stroną tego zjawiska jest wciąż niska presja płacowa. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w grudniu o 2,7% r/r po wzroście o 4,0% r/r w listopadzie. Wyhamowanie wzrostu płac było konsekwencją niższych niż przed rokiem premii wypłaconych w górnictwie. Trudna kondycja tej dużej branży zaburza odczyty dla sektora przedsiębiorstw ogółem. W styczniu przeciętne wynagrodzenie przyspieszy, m.in. za sprawą podwyżki płacy minimalnej i wg naszego szacunku wzrost roczny wyniesie 3,4%

Makro i rynek

raport miesięczny

Rosnące ceny energii i efekty bazowe napędzają inflację

r/r. W kolejnych miesiącach wzrost płac jest nieunikniony, we wspomnianym wcześniej badaniu NBP 36,2% przedsiębiorstw prognozuje podwyżki płac, co jest najwyższym odsetkiem od lat, jednak wskaźnikowi daleko do rekordowego odczytu 48,7% z połowy 2008r. Oczekiwane przyspieszenie płac nie będzie więc w naszej ocenie spektakularne.

Po wyjściu z deflacji w listopadzie ubiegłego roku, presja inflacyjna zaczęła wyraźnie narastać i już w grudniu wskaźnik CPI wzrósł do 0,8% r/r. Jak wskazywaliśmy w poprzednim komentarzach jest to efekt rosnących cen surowców na rynkach międzynarodowych. Przede wszystkim jest to związane z drożącymi paliwami. W grudniu ubiegłego roku średnia cena baryłki ropy Brent wzrosła o blisko 20% i była o 51% wyższa niż rok wcześniej. W ślad za tym drożały też paliwa na krajowych stacjach, które były o 8,9% wyższe niż w grudniu 2015 r. Stopniowo drożeje też żywność, której ceny w grudniu były o 2,5% wyższe niż rok wcześniej. Bardziej stabilny przebieg ma ścieżka inflacji bazowej, choć również ona pnie się stopniowo w górę. W grudniu wszystkie 4 liczone przez NBP miary inflacji bazowej wyszły z deflacji, a jej główny odczyt, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł zero. Wyłączając czynniki podażowe presja inflacyjna pozostaje zatem umiarkowana.

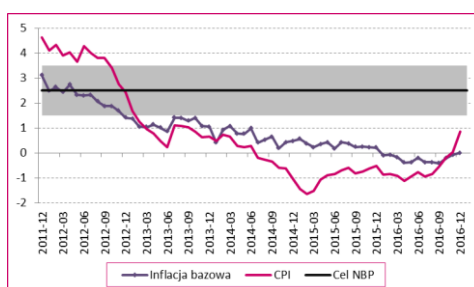
Ze względu na czynniki bazowe, roczny wskaźnik CPI będzie przyspieszał w najbliższych miesiącach i według naszych szacunków w styczniu wyniósł 1,7% r/r (konsensus Bloomberg również wynosi 1,7% r/r). W marcu i kwietniu przekroczy natomiast 2% r/r, choć w naszej ocenie nie przekroczy celu inflacyjnego banku centralnego na poziomie 2,5% r/r. Podobnie jak we wcześniejszych miesiącach głównym czynnikiem odpowiedzialnym za zmienność wskaźnika CPI będą ceny paliw, a te w ostatnich tygodniach ustabilizowały się. W naszej ocenie cena ropy Brent powinna w tym roku oscylować w przedziale 50-65 USD za baryłkę, co oznacza, że ceny paliw w kolejnych miesiącach nie powinny gwałtownie rosnąć i już w styczniu widoczna była ich stabilizacja, po gwałtownym wzroście w grudniu ub. roku. Ich wpływ na inflację w kolejnych miesiącach może więc być mniejszy niż w końcowych miesiącach roku 2016.

Koszyk inflacyjny

	Waga 2016	Zmiana cen 2016
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,04	0,8
odzież i obuwie	5,47	-4,4
zdrowie	5,45	-0,8
rekreacja i kultura	6,63	-1,9
edukacja	1,01	0,8

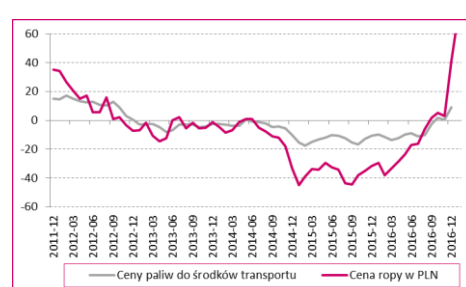
Źródło: GUS

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Rosnące ceny surowców napędzają wzrost cen producenta

Gwałtowny wzrost presji cenowej widoczny jest także na poziomie producentów. W grudniu ub. roku wskaźnik PPI wzrósł do 3,0% r/r, poziomu najwyższego od lipca 2012r. Podobnie jak w przypadku inflacji konsumenta, to w głównej mierze efekt drożących surowców. W efekcie, największy wzrost cen zanotowano w górnictwie i wydobywaniu (+24,1% r/r), w tym w wydobywaniu węgla kamiennego i węgla brunatnego o 32,8% r/r oraz w górnictwie rud metali o 26,8% r/r. W przetwórstwie przemysłowym najsilniej wzrosły ceny w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, a ich zwyżka wyniosła aż 27,3% r/r. Na wzrost presji inflacyjnej wskazują też przedsiębiorcy w ramach badania koniunktury PMI. Odzwierciedlający ją subindeks cen wyrobów gotowych sugeruje drugą najsilniejszą od maja 2011 zwyżkę cen. W podobnej skali zwiększają się koszty wytwarzania. Według naszych szacunków wskaźnik PPI wzrósł w styczniu do 3,6% r/r, a w kolejnych miesiącach przekroczy 4,0% r/r. Po wyraźnym przyspieszeniu w pierwszej połowie roku, oczekujemy jednak wyhamowania zwyżek

Makro i rynek

raport miesięczny

cen producenta, m.in. ze względu na stabilizację cen ropy naftowej oraz efekty bazowe.

Perspektywy rynku ropy naftowej

Pod koniec listopada 2016 roku zapadła pierwsza od ośmiu lat decyzja o ograniczeniu wydobycia ropy naftowej, by przeciwdziałać jego nadpodaży, która ciążyła cenom surowca. Z chwilą ogłoszenia porozumienia cena baryłki ropy Brent wzrosła o ponad 8 USD do 55 USD, osiągając poziom najwyższy od połowy 2015 roku. Dalsze zwwyżki cen zostały jednak zatrzymane przez obawy, co do wiarygodności redukcji wydobycia przez niektóre państwa będące sygnatariuszami porozumienia. O ile decyzja OPEC wsparła wycenę ropy Brent, o tyle notowania ropy WTI (West Texas Intermediate) pozostawały pod negatywnym wpływem rosnącej produkcji w Stanach Zjednoczonych. Dane amerykańskiego Departamentu Energii wskazywały, iż wydobycie ropy naftowej w USA wyniosło niemal 9 mln baryłek dziennie i było najwyższe od kwietnia 2016 roku. Na skutek tych działań spread pomiędzy tymi rodzajami ropy naftowej wzrósł do ponad 3-letniego maksimum. Dane dotyczące rosnącego amerykańskiego wydobycia połączone ze wzrostem liczby odwiertów w USA - do najwyższego poziomu od ponad dwóch lat - sugerują, iż podaż surowca z USA prawdopodobnie będzie rosła także w kolejnych miesiącach. W ostatnich miesiącach wyraźnie wzrosło też pozyskiwanie ropy naftowej z łupków. Na początku 2017 roku nieco ponad połowa amerykańskiego wydobycia surowca otrzymywana jest tą metodą.

Jednocześnie dane Departamentu Energii (Energy Information Administration) pokazują, że zapasy ropy naftowej, benzyny i destylatów rosną, co może sugerować, iż popyt w Stanach Zjednoczonych, przynajmniej tymczasowo, nie nadąża za zwiększoną produkcją. Można jednak założyć, iż efekt ograniczania wydobycia ze strony OPEC jest co najmniej częściowo równoważony przez rosnącą produkcję w innych częściach świata, co z kolei skutecznie hamuje możliwość wzrostu cen ropy naftowej na rynkach. Poza Stanami Zjednoczonymi dobrym przykładem zwiększania wydobycia ropy naftowej jest Nigeria. Mimo, iż jest ona członkiem kartelu OPEC, to została wyłączona z porozumienia w sprawie ograniczenia podaży i obecnie systematycznie zwiększa wydobycie.

Wpływ na notowania ropy naftowej ma także polityka. Nowy prezydent USA obiecał poluzowanie restrykcji dotyczących odwiertów, co może dodatkowo zwiększać podaż. W pierwszych dniach urzędowania prezydent D.Trump podpisał dekret o przywróceniu projektów budowy rurociągów Keystone XL i Dakota Access porzuconych przez poprzednią administrację ze względu na dbałość o środowisko naturalne. Dodatkowo Białe Dobre opublikował ponadto nowy „plan dla energii”, który skupia się na pozyskiwaniu energii z węgla, gazu i ropy naftowej.

Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla rynku ropy naftowej w tym roku jest w naszej ocenie stabilizacja notowań w przedziale 50 - 65 USD za baryłkę, przy czym w pierwszych sześciu miesiącach tego roku notowania powinny skupiać się bliżej dolnego ograniczenia wskazywanego przedziału, a w drugiej połowie 2017 roku mogą osiągnąć jego górną barierę. Wsparciem dla cen będzie przede wszystkim stopniowe bilansowanie się rynku ropy naftowej na skutek ograniczania podaży przy jednoczesnej stabilizacji koniunktury globalnej. Będzie to jednak proces stopniowy ze względu na próbę zapełniania luki produkcyjnej wynikającej z porozumienia OPEC przez inne kraje. Źródłem zmienności cen surowców będzie także wartość dolara tj. waluty używanej do kwotowań. Obecnie indeks dolarowy jest na 2-miesięcznym minimum, co sprzyja wzrostowi cen surowca. Mimo, iż wierzymy w powrót aprecjacji dolara, to jej potencjalny zakres uważamy za ograniczony i nie powinien on sprawić, iż notowania ropy Brent opuszczą w tym roku wskazywany przez nas kanał.

Makro i rynek

raport miesięczny

POLITYKA PIENIĘŻNA

Stopy procentowe bez zmian. Rada nie obawia się trwałego wzrostu inflacji powyżej celu banku centralnego

Wzrost inflacji w okolice celu nie będzie rodził automatycznej reakcji banku centralnego

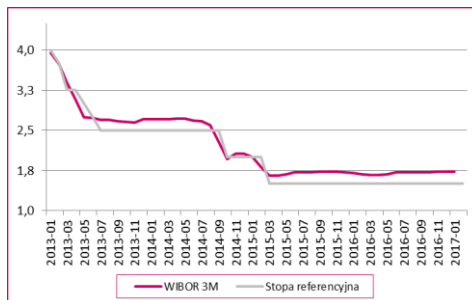
Stabilizacja stóp procentowych wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem stóp procentowych

Wzrost inflacji i osłabienie złotego łagoda warunki monetarne w Polsce

Wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w lutym był zgodny z oczekiwaniami. Parametry polityki nie uległy zmianie, a stopa referencyjna pozostaje na rekordowo niskim poziomie 1,5%. Nieco mniej łagodna w stosunku do poprzednich miesięcy była natomiast retoryka komunikatu i wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego. W ocenie Rady wzrost inflacji w najbliższych miesiącach będzie miał prawdopodobnie przejściowy charakter i po przyspieszeniu w pierwszych miesiącach roku, dynamika cen ustabilizuje się w kolejnych kwartałach. Do wyższego wskaźnika cen będą się przyczyniały głównie wyższe cen surowców energetycznych na rynkach światowych, czyli czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę zewnętrzny charakter tych szoków i jednocześnie niską wewnętrzną presję popytową, m.in. ze względu umiarkowaną dynamikę jednostkowych kosztów pracy oraz ujemną lukę popytową, ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest w ocenie Rady niewielkie. Istotne w tym sformułowaniu jest określenie „trwale przekroczenie”. Wskazuje on bowiem, iż Rada dopuszcza przejściowy wzrost inflacji powyżej celu, ale nie widzi zagrożenia długoterminowego utrzymywania się inflacji powyżej 2,5%. Rada dopuszcza także możliwość wystąpienia w Polsce ujemnych realnych stóp procentowych, choć również powinno być to zjawisko przejściowe.

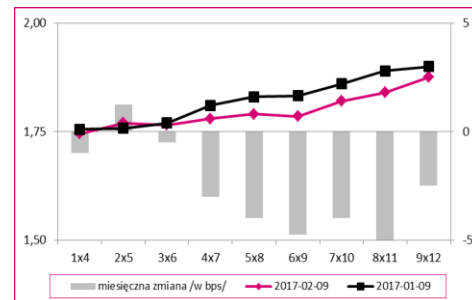
Taka retoryka Rady to jasny sygnał dla rynków, że wyższa inflacji nawet w okolice celu inflacyjnego nie będzie rodziła automatycznej reakcji Rady w postaci podwyżek stóp procentowych. W naszej ocenie ustabilizuje to oczekiwania rynku w najbliższych miesiącach i będzie zmniejszało zmienność notowań na rynku papierów skarbowych w warunkach rosnącej inflacji, szczególnie na krótkim końcu krzywej dochodowości. Przypomnijmy, że szybki wzrost inflacji pod koniec minionego roku nasilił wyższe rentowności obligacji na przełomie grudnia i stycznia. Rynki obawiały się bowiem, iż wzrost inflacji w okolice celu inflacyjnego spowoduje przyspieszenie podwyżek stóp procentowych.

Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [%]



Źródło: Datastream

Wykres 10 Notowania kontraktów FRA i ich zmiana miesięczna [pkt. baz.]



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Oznacza to, że wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem stóp procentowych jest ich stabilizacja. W naszych scenariuszu bazowych zakładamy, że do końca bieżącego roku parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie. Ewentualna zmiana stanowiska Rady możliwa będzie w drugiej połowie roku, jeśli scenariusz przyspieszenia wzrostu gospodarczego będzie się realizował, a inflacja będzie utrzymywała się w okolicach celu inflacyjnego. Zaostrzenie retoryki nie będzie jednak oznaczało automatycznych podwyżek stóp procentowych.

Polityka pieniężna w ostatnich miesiącach jest silnie akomodacyjna. Wzrost inflacji powoduje spadek realnych stóp procentowych, które w styczniu będą bliskie zera, najniższej od maja 2011r. Dodatkowo rozluźnienie warunków monetarnych jest skutkiem osłabienia złotego. W ubiegłym roku polska waluta osłabiła się o 3,5% mierząc realnym efektywnym kursem walutowym. Znajduje to odzwierciedlenie w wyraźnym spadku indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej.

POLITYKA FISKALNA

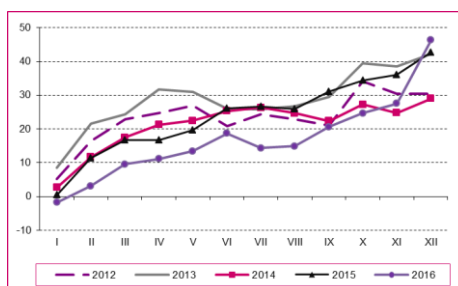
W grudniu odnotowano rekordowy deficyt budżetowy 18,7 mld PLN

Wykonanie po grudniu sugeruje, że w całym ubiegłym roku uszczelnienie poboru podatku VAT nie miało miejsca

Wg wstępnego szacunku Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa w 2016 roku wyniósł 46,3 mld PLN i stanowił 84,6% rocznego planu. W ciągu miesiąca odnotowano zaskakująco wysoki deficyt równy 18,7 mld PLN a stopień jego wykonania skoczył z 50%. Deficyt odnotowany w ciągu miesiąca był najwyższy od co najmniej 1995r., co sugeruje, że nastąpiła kumulacja czynników, które go podwyższyły. MinFin nie podał jeszcze nawet wstępnych danych na temat budżetu w grudniu, jednak z komunikatu wynika, że dochody budżetowe były w ostatnim miesiącu ubiegłego roku o 20,7% niższe niż przed rokiem, podczas gdy wydatki wzrosły o 22% r/r. Dane za cały rok, nie wyglądają jednak tak dramatycznie gdyż zarówno wydatki, jak i dochody wzrosły o 8,8%.

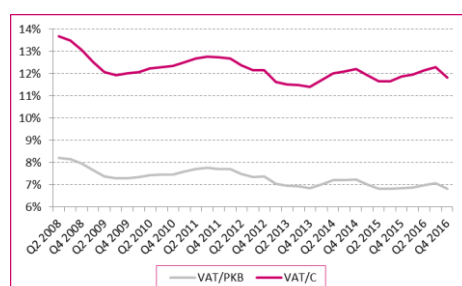
Grudniowy deficyt był m.in. skutkiem załamania wpływów z VAT, które były o połowę niższe niż w ostatnim miesiącu 2015r., a ich wartość w ciągu miesiąca (5,1 mld PLN) była najniższa od marca 2009r. Wpływy z VAT w całym roku były o 2,5 mld PLN niższe niż zaplanowano i wyniosły 126,6 mld PLN (wzrost o 2,8% r/r). Wykonanie po grudniu sugeruje, że w całym roku uszczelnienie poboru podatku VAT nie miało miejsca. Wg naszego wstępnego szacunku wpływy z VAT w relacji do PKB nie zmieniły się w stosunku do roku poprzedniego, w odniesieniu do konsumpcji nastąpił natomiast ich dalszy spadek. Chociaż jeszcze po wrześniu, dane sugerowały że wzmożone kontrole skarbowe i wprowadzenie odwróconego VAT w niektórych branżach przynosi efekty. Resort finansów tłumaczy, że w grudniu skala zwrotów VAT była większa niż zazwyczaj, co może być oznaką wychodzenia inwestycji ze stagnacji. Po listopadzie skala zwrotów z VAT wynosiła 80,3 mld PLN, wg informacji Pulsu Biznesu w grudniu przekroczyła 90 mld wobec 87,6 mld w 2015r. W naszej ocenie mogło to wynikać z przyspieszenia zwrotów, co m.in. pozwoliło przesunąć część deficytu z 2017r., kiedy sytuacja budżetu będzie trudniejsza. Przesunięcie kasowego deficytu z przyszłego roku miało też prawdopodobnie miejsce po stronie wydatkowej.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 12 Wpływy z VAT w ujęciu płynnego roku [% PKB i % konsumpcji]



Źródło: MinFin, Datastream, obliczenia własne

Ministerstwo Finansów szacuje, że deficyt sektora finansów publicznych w 2016 r. wyniósł 2,8-2,9% PKB

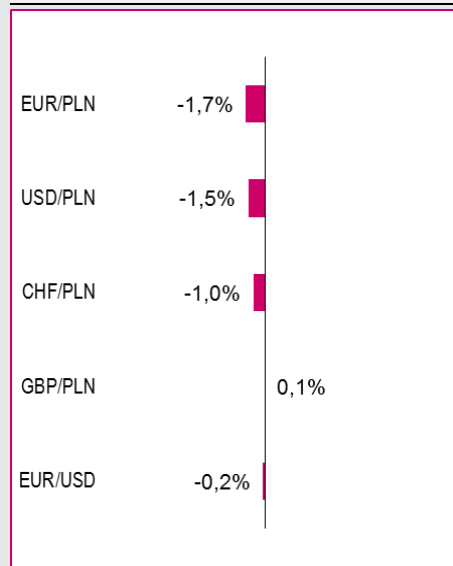
Resort finansów podał, że wg Eurostatu wpływy z aukcji częstotliwości LTE, które w 2016r. wyniosły 9 mld PLN (0,5% PKB) nie mogą być traktowane jako dochód sektora finansów publicznych w ubiegłym roku, lecz muszą być rozłożone na 15 rat i rozliczane w kolejnych latach. W rezultacie, Ministerstwo Finansów szacuje, że deficyt sektora finansów publicznych w 2016 r. wyniósł 2,8-2,9% PKB, co jest wartością wyższą niż wcześniejsze oczekiwania włączając prognozę Komisji Europejskiej, jednak niższą niż kryterium 3% PKB. Deficytu wg metodologii Eurostatu w bieżącym roku nie zmniejszy rekordowy zysk NBP, który może wynieść 9 mld PLN, ponieważ jest on skutkiem zmiany wyceny aktywów. Zysk zmniejszy deficyt w ujęciu kasowym oraz potrzeby pożyczkowe. Budżet będzie natomiast musiał ponieść całoroczne koszty programu Rodzina 500+ i koszty obniżki wieku emerytalnego. Po stronie dochodowej dodatkowym wpływem budżetu będzie tylko uszczelnienie systemu podatkowego, którego skutki są jednak niepewne (jak pokazuje przykład 2016r.). Nie powtórzy się już zapewne wysoki, dodatni wynik Jednostek Samorządu Terytorialnego, które w 2016r. miały nadwyżkę 7,7 mld PLN, co było konsekwencją spadku nakładów inwestycyjnych o 35% w ciągu roku. W konsekwencji utrzymuje się w naszej ocenie ryzyko przekroczenia przez deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych granicy 3,0% PKB w 2017r.

Makro i rynek

raport miesięczny

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

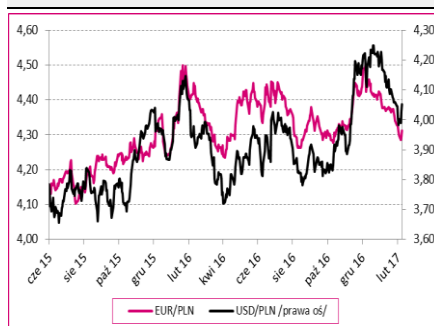


Źródło: Reuters

Początek nowego roku w notowaniach złotego należy uznać za imponujący. W styczniu kurs EUR/PLN kontynuował zainaugurowany pod koniec 2016 roku spadkowy trend, a w ostatnich dniach ubiegłego miesiąca wzrost wartości polskiej waluty wyraźnie przyspieszył. Co ciekawe zmiany na polskim rynku walutowym nie pokrywały się z trendami obserwowanymi w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie styczeń był okresem spadku wartości między innymi węgierskiego forinta, tureckiej liry, czy rumuńskiego leja. Tymczasem kurs EUR/PLN wyznaczył w pierwszych dniach lutego najniższy poziom od niemal czterech miesięcy tj. 4,2730. Aprecjacja złotego w połączeniu ze zmianami na rynku eurodolara skutkowałą natomiast niższą USD/PLN poniżej 4,00 tj. o 25 groszy licząc od początku roku. W tym czasie żadna inna waluta na świecie nie umocniła się do dolara tak bardzo. Tym samym złoty był najlepiej radzącą sobie walutą w relacji do dolara od początku 2017 roku. Siła złotego widoczna była także w parze z frankiem szwajcarskim i funtem brytyjskim. W styczniu kurs GBP/PLN poziomem 4,95 wyznaczył minimum z listopada, a na początku lutego notowania pary CHF/PLN obniżyły się do 4,00.

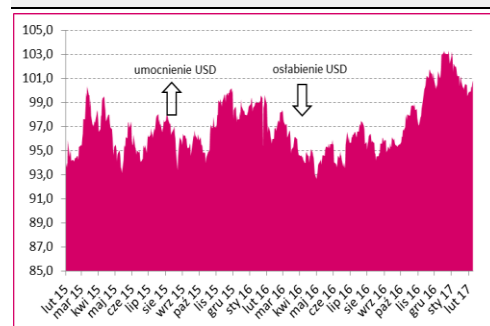
Lepsza postawa złotego w porównaniu do innych walut powinna być przypisywana pozytywnym czynnikom wewnętrznym. Podczas, gdy w Bukareszcie trwały uliczne protesty przeciwników poluzowania prawa antykorupcyjnego, turecka lira pozostawała pod presją związaną z krytycznym raportem agencji Moody's, to zestaw danych z polskiej gospodarki za grudzień zaskoczył optymistyczną wymową. Lepsze od oczekiwań okazały się także dane dotyczące tempa wzrostu PKB w ubiegłym roku. Mimo, iż publikacje nie zmieniały optyki RPP, to pozwalały sądzić, iż polska gospodarka zaczyna przyspieszać. Aprecjacja złotego nie byłaby jednak możliwa bez zmiany w globalnym sentymencie inwestycyjnym. Ten natomiast z początkiem roku zaczął być sprzyjający bardziej ryzykownym aktywom. Po zwycięstwie D.Trumpa w listopadowych wyborach prezydenckich w Stanach Zjednoczonych aktywa emerging markets znalazły się pod presją sprzedających, a kapitał płynął w kierunku dolara. Brak szczegółów dotyczących planu gospodarczego nowego prezydenta USA zniecierpliwiał jednak inwestorów. W rezultacie dolar zaczął tracić na wartości, a kapitał ponownie zaczął płynąć w kierunku aktywów CEE. Tym bardziej, iż na te wydarzenia nałożyły się także wątpliwości, czy Fed będzie podnosił stopy procentowe zgodnie z grudniową projekcją w sytuacji, w której D.Trump będzie wspierał protekcyjizm, ustanawiał bariery celne, czy ograniczał dopływ imigrantów na amerykański rynek pracy.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 15 Notowania indeksu dolarowego DXY



Źródło: Reuters

Nasz scenariusz na 2017 rok niezmiennie zakłada umiarkowane umocnienie złotego

Nasz scenariusz na 2017 rok niezmiennie zakłada umiarkowane umocnienie złotego między innymi za sprawą luźnej polityki Europejskiego Banku Centralnego. Jednak będzie to także okres podwyższonej zmienności notowań polskiej waluty. W tym roku złoty pozostanie wrażliwy między innymi na tempo normalizacji polityki monetarnej w USA oraz na czynniki krajowe związane m.in. z oceną ryzyka inwestowania w polskiej gospodarce. Błędnie jednak zakładaliśmy, iż w pierwszym kwartale na rynkach finansowych obowiązywać będzie scenariusz nasilenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA, co negatywnie mogłoby wpływać na wartość walut emerging markets. Jak dotąd złoty cechował się siłą, w szczególności na tle innych walut państw wschodzących. W naszej ocenie zakres aprecjacji wiąże się jednak ze

Makro i rynek

raport miesięczny

Styczeń to miesiąc dość znaczącego wystromienia krzywej SPW

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

II 2016			II 2017	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
04.02.16	OK108/DS0726	9,0		
18.02.16	WZ0120/PS0421	7,2		
02.02.17			OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727	6,0
16.02.17			OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727 możliwe obligacje WS lub IZ	3,0-7,0

Źródło: MinFin

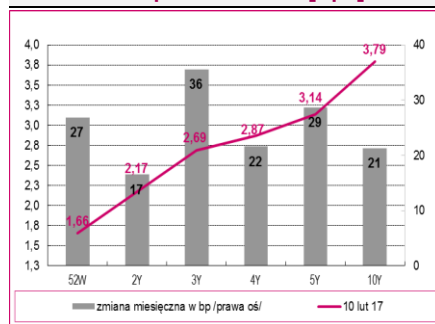
zdyskontowaniem przede wszystkim pozytywnych dla polskiej waluty informacji, co sprawia, że bieżący bilans szans i zagrożeń jest asymetryczny i może generować presję w kierunku słabszego złotego. W szczególności, iż na horyzoncie widnieją ryzyka zarówno krajowe, jak i zewnętrzne. Tegoroczne wybory w państwach tzw. rdzenia UE mogą osłabiać apetyt na ryzyko, w szczególności, iż ostatnie sondaże wskazują na topniejącą przewagę partii A.Merkel oraz prowadzącą w pierwszej turze - choć przegrywającą w drugiej - Marine Le Pen w wyborach prezydenckich we Francji. Nasilają się ponadto obawy dotyczące sytuacji gospodarczej w Chinach. Pod koniec trzeciego kwartału źródłem spadku wartości złotego mogą okazać się także obawy dotyczące budżetu na 2018 rok i ryzyko przekroczenia przed deficyt sektora finansów publicznych referencyjnego poziomu 3% PKB. Nie można też wykluczyć ewentualnych ostrzeżeń agencji ratingowych w kontekście ocen wiarygodności kredytowej Polski. 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 USD/PLN spodziewamy się niewielkiego umocnienia dolara na globalnych rynkach, stąd zasadna wydaje się zwyżka notowań tej pary.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Styczeń to miesiąc znaczącego wystromienia krzywej SPW. O ile dochodowość 2-latek zniżyła z początkiem roku o około 15 bps do 2,0%, to rentowność 10-latek wzrosła do 3,90% tj. maksimum z maja 2014 roku. Wsparciem dla wartości krótkiego końca była między innymi wymowa posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w styczniu. Bankierzy centralni podtrzymali bowiem dotychczasowe nastawienie wskazując, iż Rada „zupełnie nie widzi” podwyżek kosztu pieniądza w tym roku. Z kolei obligacje długoterminowe pozostawały pod dominującym wpływem sentymentu globalnego. Ten natomiast pozostawał umiarkowanie niekorzystny dla papierów dłużnych. W ślad za zwyżką dochodowości Bunda spadały ceny krajowego długu. W rezultacie spread pomiędzy 10-latką polską, a niemiecką utrzymał się na poziomie z końca ubiegłego roku, gdy wyniósł 342 bps.

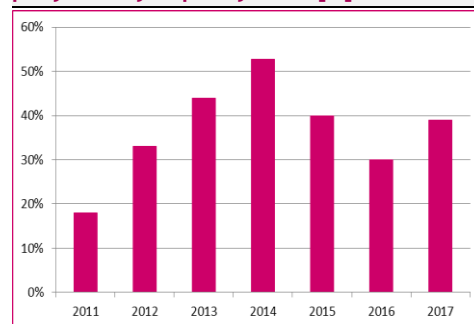
Styczniowa zwyżka dochodowości sprawiła, iż zainteresowanie inwestorów polskim długiem wzrosło, co potwierdzają wyniki tegorocznych przetargów. W większości z nich popyt co najmniej 2,5-krotnie przewyższał dostępną podaż, każdorazowo natomiast Ministerstwo Finansów decydowało o zorganizowaniu aukcji uzupełniających. W rezultacie korzystnie prezentuje się plan finansowania potrzeb pożyczkowych w pierwszym kwartale tego roku. Zgodnie z pierwotnym założeniem resort planuje w pierwszych trzech miesiącach tego roku 5-6 przetargów o łącznej wartości 25,0 - 38,0 mld PLN. Dotychczas tj. po trzech przetargach sprzedaży obligacji resort pozyskał ponad 22 mld PLN. Poziom finansowania potrzeb pożyczkowych wzrósł zatem z 27% prefinansowanych w 2016 roku do około 40% na początku lutego. Napływ kapitału na polski rynek długu potwierdzają także wypowiedzi przedstawicieli resortu finansów. W ocenie wiceministra finansów P. Nowaka w styczniu obserwowany był napływ inwestorów zagranicznych skoncentrowany w papierach średnio i długoterminowych.

Wykres 16 Miesięczna zmiana rentowności polskich SPW [bps]



Źródło: Reuters

Wykres 17 Realizacja potrzeb pożyczkowych po styczniu [%]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Makro i rynek

raport miesięczny

Wysoce prawdopodobny scenariusz stabilizacji stóp procentowych w nadchodzących kwartałach sprawia, iż o zmianie w nachyleniu krzywej przez większość roku decydować będą fluktuacje obligacji 10-letnich. Wahania 2-letniego długu w najbliższych miesiącach nie powinny być duże ze względu na jasno określoną perspektywę stóp procentowych w Polsce. W lutym prezes NBP podkreślił, iż cała RPP uważa strategię wait-and-see za najbardziej odpowiednią. Pewne wzrosty krótkiego końca mogą być natomiast odpowiedzią inwestorów na prognozowane przez nas przyspieszenie inflacji CPI. Uważamy, iż wzrosty inflacji nie będą wystarczającym argumentem dla Rady, by podnosić stopy procentowe, stąd wzrosty rentowności na krótkim końcu krzywej nie powinny być znaczne. Długi koniec krzywej natomiast pozostanie w naszej ocenie pod dominującym wpływem czynników zewnętrznych. Wiele zależeć będzie od informacji ze Stanów Zjednoczonych, w szczególności publikacji danych makroekonomicznych oraz ich przełożenia na retorykę przedstawicieli Fed. Wzrost szans na więcej niż dwie podwyżki stóp procentowych w USA będzie wspierał wzrost dochodowości na rynkach bazowych, a pośrednio i w Polsce. Istotne dla apetytu na ryzyko w Europie będą też sondaże z państw Unii Europejskiej, gdzie w tym roku odbędą się wybory. Groźba dojścia do władzy przeciwników integracji europejskiej z pewnością spowoduje spadek apetytu na ryzyko, a tym samym odwrót od aktywów takich jak polski dług. Spadek apetytu na ryzyko może ponadto być konsekwencją napływania negatywnych informacji z Grecji, gdzie powracają obawy związane z wypłacalnością kraju. Zgodnie z niedawnym raportem Międzynarodowego Funduszu Walutowego problem narastania długu może skutkować koniecznością jego ponownej redukcji.

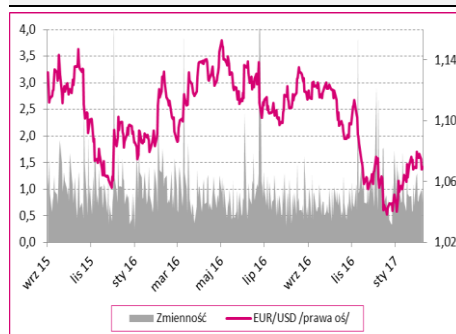
Oczekujemy zatem, iż pod koniec 2017 roku rentowność polskiej 10-latk wzrośnie do 4,00%, a krótki koniec krzywej wzrośnie do 2,30%. Presję z wyceny skarbowych papierów może czasowo zdejmować zmniejszenie potrzeb pożyczkowych w tym roku, w stosunku do założeń budżetowych, częściowo przez znacznie wyższą od zakładanej wpłatę zysku NBP, a także wysokiej płynności sektora bankowego, co może utrzymywać zainteresowanie banków papierami skarbowymi.

RYNKI ZAGRANICZNE

Początek roku przyniósł zmianę dotychczasowego trendu w notowaniach eurodolara

Początek roku przyniósł zmianę dotychczasowego trendu w notowaniach eurodolara. Kurs EUR/USD zawrócił bowiem z najniższego od 2002 roku poziomu 1,0339 by na koniec stycznia osiągnąć poziom 1,08. Czynnikiem, który zadecydował o aprecjacji wspólnej waluty wobec dolara były między innymi wypowiedzi D.Trumpa. Rozczarowaniem, po którym eurodolar wzrósł o niemal dwa centy, okazała się tematy, które D.Trump omawiał podczas pierwszej konferencji po zwycięskich wyborach. Tematy gospodarcze, na które liczyła większość inwestorów, były drugoplanowe. Nie poznaliśmy żadnych szczegółów działań zapowiedzianych 9 listopada tj. obniżek podatków, czy zwiększenia wydatków infrastrukturalnych. Źródłem słabości dolara była także wypowiedź D.Trumpa dla Wall Street Journal, gdzie określił amerykańską walutę jako „zbyt silną”. Wzrost kursu EUR/USD był ponadto wynikiem mniej gotębiej - niż podjęte w grudniu działania - retoryki minutes z grudniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego.

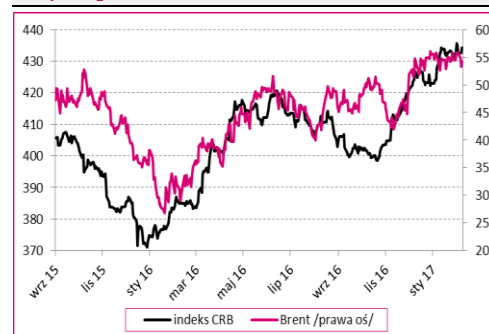
Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań



Źródło: Reuters

Przypomnijmy, iż w ostatnim miesiącu ubiegłego roku bank silniej od oczekiwań złagodził politykę pieniężną tymczasem opublikowany w styczniu opis z tamtego posiedzenia zawierał informację, iż oponenci programu skupu aktywów wskazywali na

Wykres 19 Notowania ropy Brent [USD/baryłka] oraz indeksu cen metali CRB



Źródło: Reuters

Makro i rynek

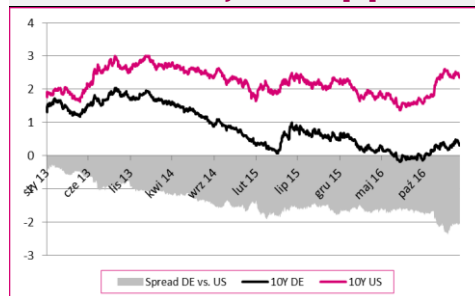
raport miesięczny

Dysproporcja pomiędzy politykami monetarnymi USA, a EMU powinna wspierać dolara

konieczność zmniejszenia wartości QE. Mimo, iż tak się faktycznie stało, to ostatecznie bank wydłużył bardziej od oczekiwań okres jego obowiązywania, co de facto oznaczało złagodzenie polityki pieniężnej. Styczniowy wzrost eurodolara mógłby być większy, gdyby nie wypowiedzi prezes Fed, która używając jastrzębiej retoryki przyznała, iż właściwym jest podnoszenie stóp procentowych w sytuacji, gdy gospodarka amerykańska jest bliska osiągnięcia pełnego zatrudnienia, a inflacja zmierza do 2% celu. Tymczasem opublikowane w ubiegłym miesiącu dane o inflacji CPI wskazały na wzrost wskaźnika o 2,1% r/r w grudniu. Prezes J.Yellen błędem nazwała ponadto ewentualne zbyt długie zwleknięcie z implementacją podwyżek kosztu pieniądza.

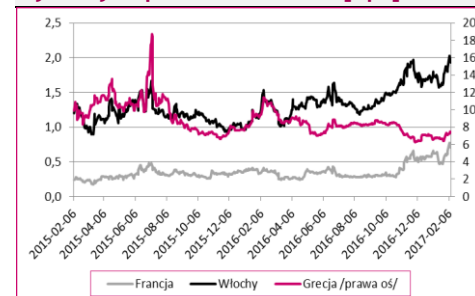
Podtrzymujemy nasze rozważania z ubiegłego miesiąca, iż nasilająca się dysproporcja pomiędzy politykami monetarnymi USA, a EMU powinna wspierać dolara na międzynarodowych rynkach w tym roku. Tym bardziej, że w przypadku EBC nadal bardziej prawdopodobne jest dalsze luzowanie, aniżeli próba normalizacji polityki pieniężnej, co potwierdzają lutowe wypowiedzi M.Draghiego, iż stymulacja monetarna wciąż jest konieczna, by inflacja w strefie euro wzrosła do celu inflacyjnego EBC w trwały i przekonujący sposób. Rynek wycenia obecnie dwie podwyżki stóp procentowych w tym roku w Stanach Zjednoczonych i impulsem do dalszego wyraźnego umocnienia amerykańskiej waluty mógłby być rosnące szanse na realizację trzech podwyżek, wskazywanych obecnie w oficjalnej prognozie Fed z grudnia. Ryzykiem dla takiego scenariusza może jednak okazać się wymiana części członków Rezerwy Federalnej na osoby o gotębich poglądach. Czynnikiem ryzyka dla spadku eurodolara jest ponadto brak szczegółów planu gospodarczego prezydenta USA oraz ewentualne słowne interwencje przedstawicieli administracji nowego prezydenta i wypowiedzi o przewartościowaniu amerykańskiej waluty. Z powodu rozczarowania rynków brakiem szczegółów planu gospodarczego D.Trumpa nie doszło do spodziewanej przez nas kontynuacji spadku eurodolara. Od początku roku do teraz kurs EUR/USD wzrósł, choć zaledwie o centa. Na sile zaczynają natomiast przybierać inne czynniki wymieniane przez nas w ubiegłym miesiącu jako potencjalne zagrożenie dla wyceny euro. Wybory w Holandii, Francji, a w szczególności Niemczech są czynnikami ryzyka dla wartości euro.

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



Źródło: Reuters

Wykres 21 Spread 10-letniego długu wybranych państw do Bundu [bps]



Źródło: Reuters

Na początku lutego źródłem słabości euro były narastające wątpliwości inwestorów, czy kandydatka skrajnej prawicy w wyborach na prezydenta Francji, mimo iż obecnie przegrywa w sondażach dotyczących drugiej tury, nie zostanie jednak zwyciężczynią wyborów. W Niemczech natomiast partia A.Merkel straciła pozycję lidera w sondażach. Dodatkowo - kolejny raz - źródłem przeceny euro może okazać się sytuacja Grecji. Wiara inwestorów w obietnicę przedstawicieli Unii Europejskiej sprzed pięciu lat, iż restrukturyzacja długu Grecji jest czymś jednorazowym zaczyna słabnąć. Międzynarodowy Fundusz Walutowy informacją, iż dług Grecji pomimo podjętych działań nadal jest zagrożeniem dla tamtejszej gospodarki przywrócił obawy związane z zadłużeniem Aten. Tym bardziej, iż w wakacje Grecja powinna wykupić 8 mld EUR zapadających obligacji z pieniędzy, które powinna dostać z kolejnej transzy międzynarodowej pomocy finansowej. Ta jednak wciąż nie jest przedmiotem ustaleń, a MFW zastanawia się czy przyłączyć się do pomocy. Niemcy natomiast zaangażowanie Funduszu uznały za decydujące w kwestii dalszej pomocy dla Grecji. Podsumowując uważamy, iż aprecjacja dolara mimo dotychczasowych trudności ma szansę kontynuacji, a nałożenie się na siebie kilku negatywnych czynników ryzyka dla wartości

Makro i rynek

raport miesięczny

W styczniu spread 10-letnich Treasuries do Bundów zawrócił z historycznego maksimum...

...w kolejnych miesiącach ma jednak szansę się powiększać

euro, może skutkować powrotem kursu EUR/USD w okolice tegorocznego minimum tj. poziomu 1,0339.

Styczeń przyniósł wzrosty rentowności obligacji na rynkach bazowych. Dochodowość niemieckiej 10-latki od początku roku rosta momentami aż o 30 bps osiągając roczne maksimum na poziomie 0,49%. Pod koniec ubiegłego miesiąca jednak na skutek spadku apetytu na ryzyko dług Niemiec zaczął cieszyć się powodzeniem, a rentowność obniżyła się w pierwszych dniach lutego do 0,30%. Początkowo odwrót od aktywów typu safe-haven, a tym samym wzrost dochodowości niemieckiego długu, wywołały publikacje lepszych od konsensusu danych dotyczących PMI, inflacji CPI oraz PKB w strefie euro. Wspomniany wcześniej napływ kapitału na bazowe rynki długu wywołały natomiast nasilające się obawy związane z sondażami wyborczymi we Francji i Niemczech, czy niepokój wywołany groźbą ponownej restrukturyzacji greckiego zadłużenia. W przypadku amerykańskiego długu kluczowa dla wzrostu dochodowości była retoryka wypowiedzi przedstawicieli Fed. Prezes J.Yellen podtrzymała jastrzębie nastawienie z grudniowego posiedzenia stwierdzając, iż zwleknięcie z implementacją podwyżek stóp procentowych może okazać się błędem. Wzrost dochodowości Treasuries byłaby większa, gdyby nie wystąpienie D.Trumpa. Mimo, iż prezydent USA przypomniał swoje zobowiązania z kampanii o odbudowie amerykańskiej infrastruktury, to wypowiedzi ze względu na brak szczegółów była dla rynku rozczarowaniem i skutkowały spadkiem dochodowości. Styczniowe zmiany na rynku Bundu i Treasuries skutkowały zawężeniem się spreadu pomiędzy tymi papierami do 205 bps w stosunku do grudnia, gdy różnica dochodowości wynosiła 236 bps i była najwyższa w historii.

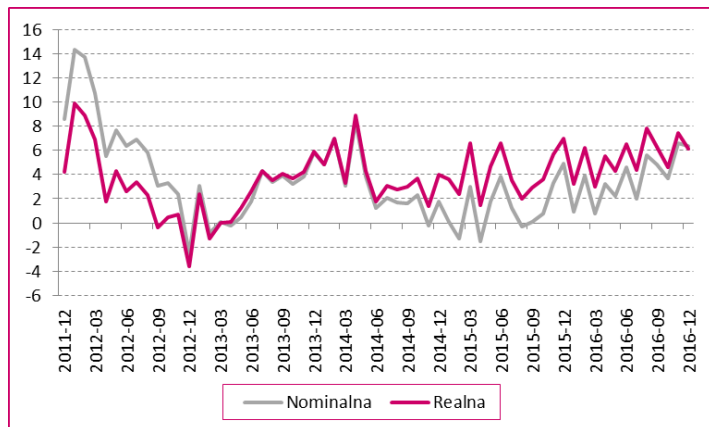
Podtrzymujemy nasze nastawienie prezentowane w poprzednich miesiącach, iż w 2017 roku spread pomiędzy wspomnianymi wcześniej obligacjami ma szansę się powiększać z uwagi na nasilające się dysproporcje w polityce pieniężnej prowadzonej w EMU i USA. Mimo, iż według rynkowego konsensusu do podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych dojdzie w czerwcu, to i tak będzie to kontrastować z polityką monetarną prowadzoną przez Europejski Bank Centralny. W styczniu M.Draghi powtórzył, iż gospodarka strefy euro wciąż wymaga wsparcia, więc ECB nie jest gotowy by z niego zrezygnować. Czynnikiem, który czasowo może wpływać na fluktuacje spreadu pomiędzy Bundem, a Treasuries będą również informacje z części państw Unii Europejskiej. Poziom rynkowej awersji do ryzyka - a tym samym zainteresowania obligacjami niemieckimi - wyznaczać będą sondaże wyborcze z Francji, czy Holandii. Z kolei w przypadku Grecji istotne będą doniesienia w sprawie możliwości uzyskania kolejnej transzy pomocy finansowej bez której kraj nie będzie w stanie uregulować zobowiązań.

Makro i rynek

raport miesięczny

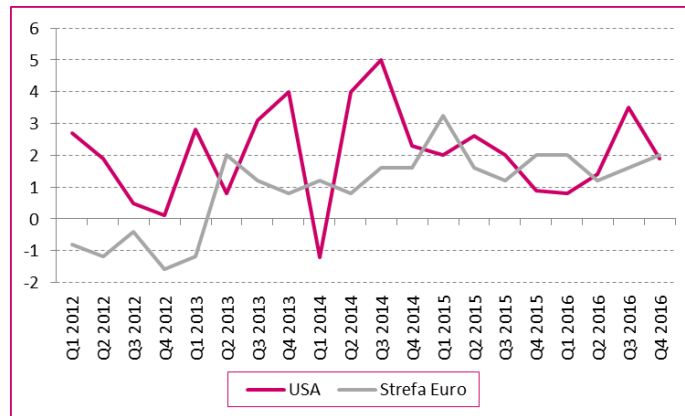
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



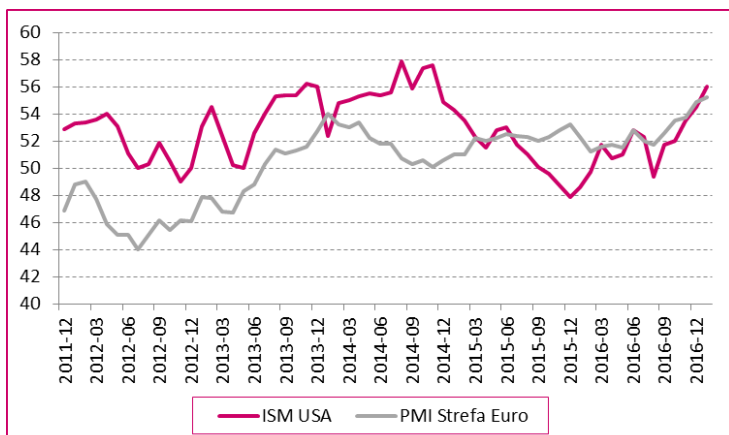
Źródło: Datastream

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



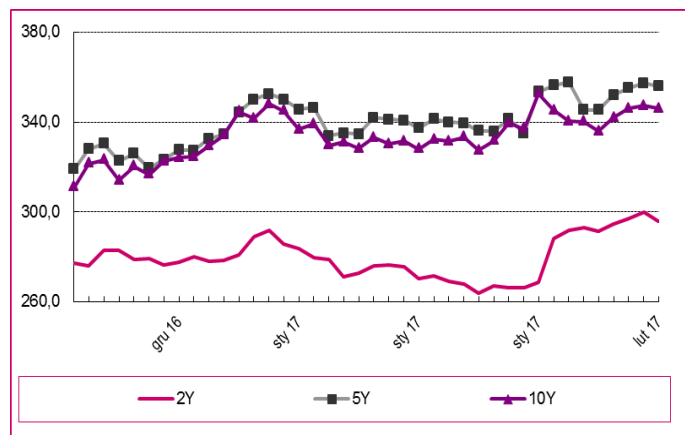
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



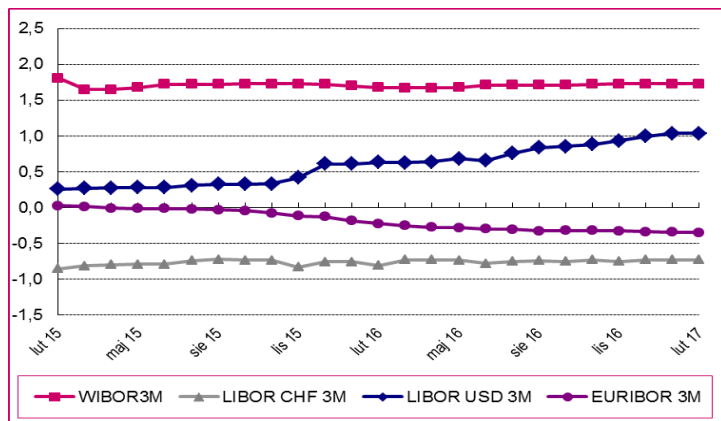
Źródło: Datastream

Wykres 25 Spread polskich i niemieckich obligacji [bps]



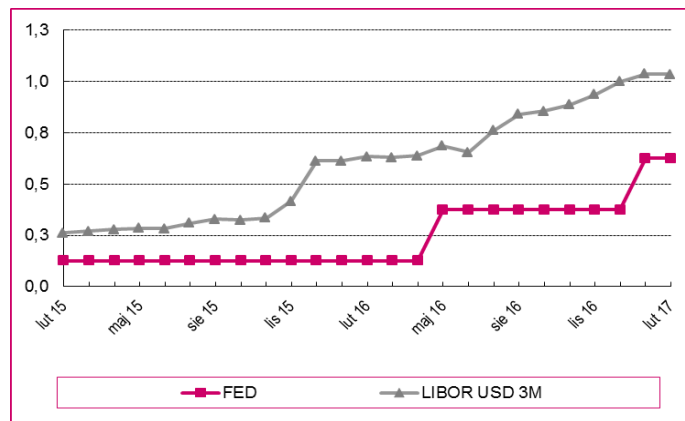
Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

Wykres 27 Notowania LIBOR USD 3M i Fed fund rate [%]



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,8	1,7	1,9
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,0	3,6	4,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11,6	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	9,2	9,4
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,3	9,5	1,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	4,3	6,5	4,4	7,8	6,3	4,6	7,4	6,1	9,0	7,7
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1392	-723	-993	-739	-445	-531	-427	-740	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	1,4	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,6	5,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	2,5	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,4	9,8	-	-
Plące, sek. przeds. (% r/r)	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	3,4	3,8
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0
Stopa bezrobocia (%)	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,7	8,7
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)	1,59	1,65	1,65	1,65	1,65	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,68	1,71	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,61	1,66	1,64	1,64	1,77	1,81	1,96	2,04	2,19	2,20
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,32	2,24	2,29	2,15	2,35	2,51	2,87	2,89	3,17	3,20
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,11	2,91	2,88	2,77	2,92	3,10	3,65	3,63	3,89	3,85
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,35
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,10
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,11	1,11	1,12	1,12	1,12	1,10	1,06	1,05	1,08	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	1858,7	1934,0
PKB (wzrost realny, %)	3,6	5	1,6	1,4	3,3	3,9	2,8	3,1
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,4	2,8	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	-5,5	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	1,8
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	2,7	-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	4,10

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

Makro i rynek

raport miesięczny

KALENDARIUM

Luty / Marzec

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
				10 US: indeks uniwersytetu Michigan
13 PL: rachunek obrotów bieżących, CPI	14 GE: PKB, CPI, Zew PL: PKB, podaż pieniądza M3 EZ: produkcja przemysłowa, PKB US: PPI	15 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, CPI, produkcja przemysłowa	16 PL: płace, zatrudnienie US: liczba nowych budów, liczba pozwoleń na budowę, liczba nowych bezrobotnych	17 EZ: rachunek obrotów bieżących PL: produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, PPI
20 GE: PPI	21 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach US: wstępny PMI w przemyśle i usługach	22 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż domów na rynku wtórnym, opis posiedzenia banku centralnego EZ: CPI	23 GE: PKB PL: stopa bezrobocia, opis posiedzenia banku centralnego US: liczba nowych bezrobotnych	24 US: sprzedaż nowych domów, indeks uniwersytetu Michigan
27 EZ: podaż pieniądza M3 US: liczba zamówień na dobra trwałego użytku, sprzedaż domów na rynku wtórnym GE: sprzedaż detaliczna	28 PL: PKB EZ: szacunek inflacji, inflacja bazowa US: PKB, indeks CaseShiller, Conference Board	01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle, CPI EZ: PMI w przemyśle US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, dochody i wydatki prywatne, inflacja PCE, indeks ISM, Beżowa Księga	02 EZ: PPI US: liczba nowych bezrobotnych, raport Challenger	03 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: PMI w usługach,
06 US: zamówienia fabryczne EZ: indeks Sentix	07 GE: zamówienia fabryczne PL: stan rezerw NBP US: bilans handlowy EZ: PKB	08 PL: decyzja w sprawie stóp procentowych GE: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP	09 US: liczba nowych bezrobotnych EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych	10 GE: bilans handlowy US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia

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.