

# Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Urszula Kryńska**  
Ekonomistka  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

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

10 marca 2017

## Podsumowanie miesiąca

- Wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale minionego roku wyniósł 2,7% r/r, co oznacza, iż dotek aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce przypadł na trzeci kwartał. Skalę poprawy koniunktury gospodarczej jeszcze lepiej odzwierciedla wzrost kwartalny po odsezonowaniu, który w 4Q wyniósł 1,7%, co było drugim najlepszym wynikiem w całej UE. Głównym motorem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, która wzrosła o 4,2% r/r, dodając do dynamiki PKB 2,1 pkt. proc. W opublikowanych danych pozytywnie należy ocenić wyhamowanie spadku inwestycji w środki trwałe, który wyniósł -5,8% r/r wobec spadku o 7,4% r/r w 3Q. Pozytywną wymowę danych osłabia wysoka kontrybucja do wzrostu gospodarczego zmiany zapasów, która wyniosła 1,4 pkt. proc., najwięcej od 3Q 2013, co oznacza, iż czynnik ten odpowiadał za nieco ponad połowę całego wzrostu gospodarczego w ostatnich trzech miesiącach minionego roku. Dane wysokiej częstotliwości, w tym wyniki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu potwierdziły poprawę koniunktury gospodarczej także na początku bieżącego roku, czemu pomógł korzystny efekt kalendarzowy i większa liczba dni roboczych w styczniu tego roku.
- Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, utrzymując stopę referencyjną na 1,50%. Rada podtrzymała nieformalne, neutralne nastawienie w polityce pieniężnej (obecny poziom stóp sprzyja zachowaniu równowagi makroekonomicznej), a wymowa komunikatu niewiele odbiegała od poprzedniego, kiedy Rada jasno zakomunikowała, że przyspieszenie inflacji nie jest dla niej problemem. W ocenie RPP ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim terminie jest ograniczone, podczas gdy przed miesiącem było „niewielkie”. Nie jest to jednak korekta, która wyraźnie zmieniałaby wymowę stwierdzenia, chociaż nowe określenie wydaje się mniej kategoryczne. Na posiedzeniu w marcu Rada zapoznana się nową projekcją PKB i inflacji a prezes Głapiński zadeklarował że się z nią w pełni zgadza. Nieco wyższa ścieżka PKB i inflacji nie zaniepokoiła jednak RPP, a prezes ocenił, że przy obecnym kształtowaniu się cen ropy i żywności, nie widać podstaw do myślenia o zmianie poziomu stóp, co pozostaje naszym scenariuszem bazowym na 2017r.
- Po optymistycznym styczniu, gdy złoty wyraźnie zyskiwał na wartości kontrastując niejednokrotnie ze zmianami wartości pozostałych walut *emerging markets*, w lutym notowania kursu EUR/PLN weszły w trend horyzontalny ograniczony poziomami 4,29 - 4,33. Tkwiły w nim przez zdecydowaną większość ubiegłego miesiąca. W tym czasie wycena polskiej waluty pozostawała niewrażliwa zarówno na czynniki krajowe - w tym szereg lepszych od konsensusu danych z polskiej gospodarki - jak i zewnętrzne - przyspieszenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. W relacji do dolara natomiast polska waluta traciła na wartości oddając część styczniowego umocnienia, gdy była najlepiej radzącą sobie walutą w relacji do dolara w 2017 roku.

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,50%-0,75%	14-15 mar	0,75%-1,00%
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%	27 kwi	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	4-5 kwi	1,50%

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

## PRZEGLĄD GOSPODARCZY

**Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 4Q 2016**

**Mocna konsumpcja prywatna...**

**...i wyhamowanie spadku inwestycji pozytywnymi akcentami opublikowanych danych**

**Optymistyczną wymowę danych osłabia bardzo wysoka kontrybucja do wzrostu zmiany zapasów**

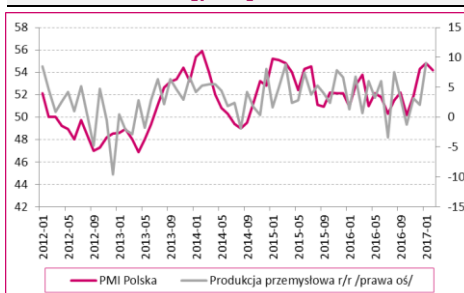
Wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale minionego roku wyniósł 2,7% r/r, co oznacza, iż dotek aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce przypadł na trzeci kwartał. Skalę poprawy koniunktury gospodarczej jeszcze lepiej odzwierciedla wzrost kwartalny po odsezonowaniu, który w 4Q wyniósł 1,7%, co było drugim najlepszym wynikiem w całej UE. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego to pozytywna niespodzianka, szczególnie po bardzo słabych danych za trzeci kwartał.

Optymizm nieco słabnie, jeśli spojrzeć na strukturę wzrostu gospodarczego. Głównym motorem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, która wzrosła o 4,2% r/r, dodając do dynamiki PKB 2,1 pkt. proc. Rosnące dochody realne gospodarstw domowych, wsparte wypłatą świadczeń socjalnych, a także poprawa nastrojów gospodarstw domowych, którym pomaga bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, wspierają wzrost konsumpcji. Czynnikiem ten pozostanie głównym motorem wzrostu także w kolejnych kwartałach, choć dynamika konsumpcji wyhamuje w drugiej połowie roku, kiedy zacznie wygasać wpływ uruchomionego w ubiegłym roku programu Rodzina 500+.

W opublikowanych danych pozytywnie należy ocenić wyhamowanie spadku inwestycji w środki trwałe, który wyniósł -5,8% r/r wobec spadku o 7,4% r/r w 3Q. Po odsezonowaniu natomiast kwartalny spadek inwestycji wyniósł 0,6% kw/kw i był najniższy w obecnym cyklu spadków. Jak można było przypuszczać, to efekt odblokowania inwestycji budowlanych, na co wskazywały miesięczne dane o produkcji budowlano-montażowej oraz napływie środków unijnych. Według danych Eurostatu inwestycje w budynki i budowlę spadły w 4Q o 13,5% r/r wobec spadku o 19,1% r/r w 3Q, zaś inwestycje w pozostałe budowlę, obejmujące m.in. inwestycje infrastrukturalne, były w 4Q o 11,0% niższe niż przed rokiem wobec spadku o 13,8% r/r w 3Q. Nieznacznie poprawiła się także dynamika inwestycji w maszyny i urządzenia, choć pozostaje ona na niskim poziomie (wzrost o 2,9% r/r wobec zwwyżki o 0,7% w 3Q).

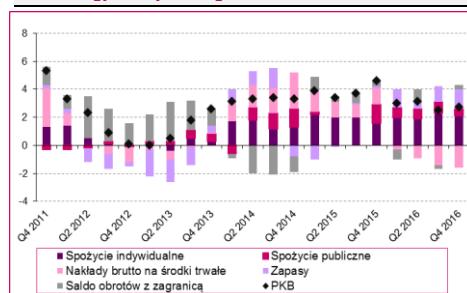
Pozytywną wymowę danych osłabia wysoka kontrybucja do wzrostu gospodarczego zmiany zapasów, która wyniosła 1,4 pkt. proc., najwięcej od 3Q 2013r., co oznacza, iż czynnik ten odpowiadał za nieco ponad połowę całego wzrostu gospodarczego w ostatnich trzech miesiącach minionego roku. Jest to najbardziej zmienny element PKB, a jego przyspieszenie nie gwarantuje utrzymania podobnej dynamiki w kolejnych kwartałach. W efekcie popyt finalny, mierzący PKB bez zapasów i importu wzrósł w 4Q o 3,5% r/r, podobnie jak w 3Q. W tym zakresie zatem przyspieszenie wzrostu nie nastąpiło.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

**Początek nowego roku potwierdza poprawę koniunktury w gospodarce**

Dane wysokiej częstotliwości, w tym wyniki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu potwierdziły poprawę koniunktury gospodarczej także na początku bieżącego roku, czemu pomógł korzystny efekt kalendarzowy i większa liczba dni roboczych w styczniu tego roku. Dane o sprzedaży detalicznej potwierdziły mocną konsumpcję prywatną, choć również jej wzrost o 9,6% r/r w ujęciu realny pozostał pod wpływem korzystnego efektu kalendarzowego i bazowego. W ostatnich miesiącach dane o sprzedaży detalicznej pozostają też pod korzystnym wpływem rosnącej sprzedaży paliw, co może być częściowo efektem wprowadzenia pakietu paliwowego, który ograniczył działalność szarej strefy w handlu paliwami i poprawił wyniki sprzedaży polskich rafinerii. Nie zmienia to jednak faktu, że wzrosty sprzedaży mają szeroki zakres i obejmują już wszystkie kategorie sprzedaży detalicznej, co świadczy o fundamentalnym charakterze tych zmian. Wyłączając najbardziej zmienne kategorie

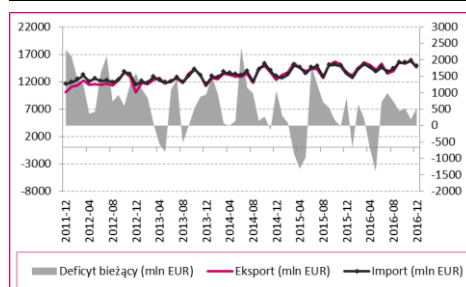
### Wzrost produkcji budowlano-montażowej potwierdza uruchomienie inwestycji infrastrukturalnych

żywność i paliwa, sprzedaż wzrosła w styczniu o solidne 10,7% r/r wobec zaledwie 1,5% r/r w grudniu ub. roku. Optymistyczne nastroje gospodarstw domowych (wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej jest na poziomie najwyższym w historii badania), w połączeniu z niskim bezrobociem i rosnącymi dochodami, będą wspierały wyniki konsumpcji prywatnej w kolejnych miesiącach, choć w drugiej połowie roku ustąpienie korzystnego wpływu uruchomienia programu Rodzina 500+ wpłynie na obniżenie się jej dynamiki.

Wyniki produkcji budowlano-montażowej za styczeń, wzrost o 2,1% r/r, potwierdzają stopniowe odradzanie się inwestycji. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa wciąż spadała, choć w styczniu spadek był najmniejszy od października 2016r. Nie zmienia to faktu, że odbudowa produkcji budowlanej jest wyraźna, a styczeń przyniósł trzeci z rzędu jej miesięczny wzrost po odsezonowaniu. Łącznie w ostatnich trzech miesiącach jej odsezonowany przyrost wyniósł 10,8%, najwięcej od połowy 2011r. Przyspieszenie produkcji w zakresie budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej (w styczniu wzrost o 5,7% r/r) potwierdza odblokowanie środków unijnych i ożywienie w zakresie inwestycji infrastrukturalnych. Według danych Ministerstwa Rozwoju ostatnie miesiące minionego roku przyniosły wyraźne przyspieszenie napływu środków unijnych. Dane za styczeń i luty wskazały co prawda na wyhamowanie przyrostu wartości zgłoszonych wniosków i podpisanych umów o płatność, jednak spowolnienie to może mieć charakter przejściowy. W tym roku oczekujemy sprawniejszego wykorzystania środków unijnych, co będzie wspierało stopniową odbudowę inwestycji infrastrukturalnych. Ryzykiem dla tego scenariusza jest konieczność utrzymania dyscypliny fiskalnej, wymuszającej ostrożność w zwiększaniu wydatków inwestycyjnych samorządów, czy innych podmiotów publicznych.

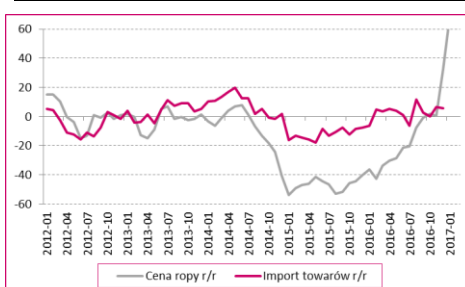
Rachunek bieżący bilansu płatniczego wykazał w grudniu deficyt 533 mln EUR wobec deficytu 188 mln EUR w listopadzie. Na ujemne saldo rachunku bieżącego złożyło się ujemne saldo obrotów towarowych (-150 mln EUR), dochodów pierwotnych (-1125 mln EUR) oraz tradycyjnie dodatnie saldo usług (1067 mln EUR) a także dochodów wtórnych (324 mln EUR).

**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

**Import będzie prawdopodobnie rósł szybciej niż eksport, ponieważ jego głównym motorem jest popyt konsumpcyjny, a nie zużycie pośrednie**

W grudniu nastąpiło pewne przyspieszenie rocznej dynamiki eksportu i importu. Eksport wzrósł o 6,7% r/r po wzroście o 4,7% r/r w listopadzie, a import przyspieszył do 9,0% r/r z 6,2% r/r. W kolejnych miesiącach wzrost eksportu powinien się utrzymać za sprawą utrzymującego się popytu na polskie towary, na co wskazują odczyty indeksu PMI oraz dane GUS o zamówieniach eksportowych, które w ostatnich miesiącach rosną w dwucyfrowym tempie. Import będzie prawdopodobnie rósł szybciej niż eksport, ponieważ jego głównym motorem jest popyt konsumpcyjny, a nie zużycie pośrednie. Wg danych GUS w ubiegłym roku, w strukturze rozdysponowania importu według głównych kategorii ekonomicznych zwiększył się udział towarów konsumpcyjnych (z 23,1% do 25,3%), natomiast obniżył się udział towarów przeznaczonych na zużycie pośrednie (z 59,4% do 58,8%) oraz dóbr inwestycyjnych (z 17,5% do 15,9%). Import tych ostatnich zmniejszył się w ubiegłym roku o 4,4%, jednak za sprawą oczekiwanego ożywienia inwestycji spodziewamy się jego wzrostu w tym roku. Kolejnym czynnikiem, który podnosi nominalną wartość importu są ceny ropy naftowej, które w grudniu były (w PLN) o ponad 40% wyższe niż przed rokiem, w styczniu i lutym wzrost przekroczył 70% r/r. W rezultacie spodziewamy pewnego pogorszenia salda wymiany towarowej i, w konsekwencji, salda rachunku bieżącego. Poruszamy się jednak ciągle na bardzo

**Pomimo załamania w 2016r. w wykorzystaniu funduszy strukturalnych, które są głównym składnikiem rachunku kapitałowego, ich napływ w ciągu roku zawiązką pokrył deficyt bieżący**

**Polski rynek pracy, na początku 2017r. nie przestaje pozytywnie zaskakiwać**

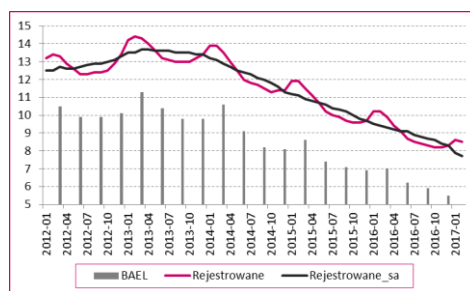
niskim poziomach. W 2016r. deficyt bieżący stanowił 0,5% PKB wobec 0,6% PKB w 2015r. i był najniższy w historii porównywalnych danych.

Pomimo załamania w 2016r. w wykorzystaniu funduszy strukturalnych, które są głównym składnikiem rachunku kapitałowego, ich napływ w ciągu roku zawiązką pokrył deficyt, nie ma więc najmniejszych problemów z jego finansowaniem. W grudniu napływ środków w ramach rachunku kapitałowego wyniósł 1325 mln EUR, głównie w ramach Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego oraz Funduszu Spójności. Jest to kolejna statystyka, która wskazuje na ożywienie finansowanych przez UE inwestycji pod koniec 2016r. Napływ środków na rachunku kapitałowym powinien być kontynuowany w 2017r. Chociaż, spodziewamy się w styczniu nadwyżki 560 mln EUR i solidnych dwucyfrowych wzrostów importu i eksportu, to w ujęciu płynnego roku po styczniu deficyt może nieco wzrosnąć, pozostając jednak na bezpiecznym poziomie.

Polski rynek pracy, na początku 2017r. nie przestaje pozytywnie zaskakiwać. W opublikowanych dotychczas danych niespodzianki dotyczyły zarówno bezrobocia, jak i płac oraz zatrudnienia.

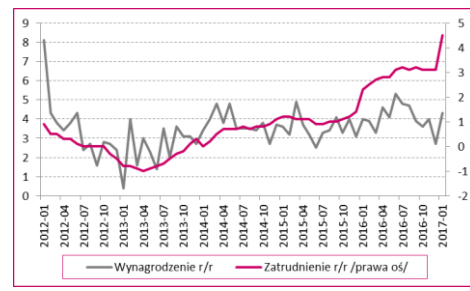
Dane o bezrobociu za styczeń okazały się lepsze od szacunku MRPiPS, a stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 8,6% z 8,3% pod koniec 2016r. Styczeń jest z reguły trudnym miesiącem na rynku pracy, ponieważ pogoda uniemożliwia prowadzenie części prac sezonowych, a koniec roku sprzyja kończeniu umów na czas określony. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym, stopa bezrobocia spadła, wg naszych szacunków, o 0,2 pkt. proc., do rekordowo niskiego poziomu 8,0%. Trend był kontynuowany w lutym, kiedy wg danych MRPiPS, stopa bezrobocia spadła wbrew wzorcowi sezonowemu, do 8,5%, co skutkowało nowym rekordem dla stopy odsezonowanej na poziomie 7,7%. W lutym stopa bezrobocia rejestrowanego była o 1,7 pkt. proc. niższa niż przed rokiem, a na początku b.r. tempo ograniczania bezrobocia zamiast spowolnić, czego można się spodziewać w okolicy bezrobocia naturalnego, przyspieszyło. Trudno to wyjaśnić wzrostem popytu na pracę. Liczba ofert pracy w lutym nadal rosła, ale znacznie wolniej niż w poprzednim miesiącu (3,5% r/r vs. 41% r/r). Być może wynika to z ożywienia inwestycji i większego, niż wynikałoby z wzorca sezonowego, zapotrzebowania na pracowników budowlanych. Inną tezę jest przechodzenie bezrobotnych do nieaktywności, np. w celu opieki nad rodziną, co w sytuacji posiadania innego źródła ubezpieczenia społecznego (współmałżonek, urlop wychowawczy) oznacza brak zachęty do rejestracji jako bezrobotny. W kolejnych miesiącach czynniki sezonowe będą poprawiać warunki na rynku pracy i spodziewamy się dalszego spadku bezrobocia.

**Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]**



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

**Dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń znalazły się pod wpływem zmian regulacyjnych, które wzmocniły wyłaniający się z nich pozytywny obraz rynku pracy**

Dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń znalazły się pod wpływem zmian regulacyjnych, które wzmocniły wyłaniający się z nich pozytywny obraz rynku pracy. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było w styczniu o 4,5% wyższe niż przed rokiem po wzroście o 3,1% r/r w grudniu. Dla odczytu styczniowego kluczowe było wprowadzenia minimalnej stawki godzinowej, które zachęca osoby, które nie były do tej pory uwzględniane w tej statystyce ze względu na formę zatrudnienia (umowy cywilnoprawne) do przechodzenia na etaty. Największy w historii (co najmniej od 1998r.) wzrost zatrudnienia o 161 tys. odnotowany w ciągu miesiąca odzwierciedla też standardowe niedoszacowanie wzrostu zatrudnienia w poprzednim roku w przedsiębiorstwach, które w trakcie roku przekroczyły próg 9 zatrudnionych. Na dane o przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw duży wpływ miała podwyżka

**Wg metodologii BAEL, stopa bezrobocia spadła w Q4 do 5,5% z 5,9% w Q3 i osiągnęła nowe historyczne minimum**

**W 2016r. napływ obcokrajowców na polski rynek pracy nadal się nasilał**

**Inflacja powyżej dolnej granicy odchylenia od celu**

minimalnego wynagrodzenia za pracę (do 2000 PLN z 1850 PLN), które wg GUS \otrzymywało 13% zatrudnionych. W rezultacie wzrost wynagrodzeń przyspieszył do 4,3% r/r z 2,7% r/r w grudniu, kiedy dane były zaniżone przez ograniczanie wydatków dodatkowych wynagrodzeń w górnictwie. Rynek pracy pozostaje wsparciem dla konsumpcji. W styczniu br. nominalny wzrost funduszu był najszybszy od stycznia 2012r., natomiast wzrost realny zaczął być ograniczany przez przyspieszającą inflację.

Wg metodologii BAEL, która jako bezrobotne traktuje osoby poszukujące pracy i gotowe ją podjąć, stopa bezrobocia spadła w Q4 do 5,5% z 5,9% w Q3 i osiągnęła nowe historyczne minimum (od 1999r.). Liczba bezrobotnych spadła o 20,9% r/r, liczba pracujących wzrosła natomiast zaledwie o 0,3% r/r, po tym jak w Q3 wyhamowała do 0,2% r/r z powyżej 1,0% r/r w poprzednich trzech latach. Stopa aktywności zawodowej utrzymała się na poziomie 56,3%, w okolicy którego oscyluje od 2013r. W ostatnim roku, pomimo spadku ogólnej liczby nieaktywnych zawodowo, zwiększa się liczba osób nieaktywnych ze względu na obowiązki rodzinne. Trend wzrostowy w tej grupie utrzymuje się od 2014r. i wg NBP jest związany raczej z opieką nad osobami starszymi, niż z opieką nad dziećmi. Niemniej jednak, współczynnik aktywności zawodowej w Polsce jest niski, wyraźnie poniżej średniej UE, szczególnie w przypadku kobiet. W Q4 w tej grupie aktywne było 48,2% populacji w wieku produkcyjnych, podczas gdy u mężczyzn stopa aktywności wyniosła 65,1%. Problem niskiej aktywności zawodowej jest intensyfikowany przez ostatnie zmiany regulacyjne, m.in. przez obniżkę wieku emerytalnego, która wejdzie w życie w październiku. Wg szacunków prezesa ZUS Gertrudy Uścińskiej obniżka sprawi, że w październiku o emeryturę może wystąpić dodatkowo 330 tys. osób (szacunek GUS przy założeniu że zrobi to 83% uprawnionych). W rezultacie liczba nowych emerytów w 2017r. może przekroczyć 550 tys., wobec ok 200 tys. w ostatnich latach. Przy założeniu, że wnioskujący o emeryturę są aktywni zawodowo (pracują lub szukają pracy), obniżka wieku emerytalnego (przy innych czynnikach niezmiennych) spowoduje spadek stopy aktywności zawodowej o ok. 1 pkt. proc. W praktyce ubytek ten może być jednak mniejszy.

Problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników, których dolegliwość dla przedsiębiorców wzrosła w ostatnim czasie, są częściowo rozwiązywane przez wzmożony napływ zagranicznych pracowników, głównie Ukraińców. Przypomnijmy, że obywatele Armenii, Białorusi, Gruzji, Mołdawii, Rosji i Ukrainy mogą pracować w Polsce bez konieczności posiadania zezwolenia na pracę przez okres nie przekraczający 6 miesięcy w ciągu kolejnych 12 miesięcy na podstawie oświadczenia o zamiarze powierzenia pracy cudzoziemcowi. Dłuższa praca i zatrudnianie obywateli innych państw wymaga zezwolenia na pracę. W 2016r. liczba oświadczeń o zamiarze powierzenia pracy obcokrajowcowi przekroczyła 1,3 mln i była o 68% wyższa niż w 2015r. W porównaniu z poprzednimi latami widać spadek znaczenia rolnictwa, z tego sektora w ubiegłym roku pochodziło 25,6% oświadczeń wobec 46% w 2014r. Rośnie natomiast zaangażowanie obcokrajowców w działalność w zakresie usług administracyjnych i działalność wspierająca (m.in. usługi sprzątające) i w 2016r. oświadczenia z tej sekcji stanowiły 28,8% ogółu wobec 8,5% w 2014r. W 2016r. wydano 125 tys. zezwoleń na pracę dla obcokrajowców (84% stanowią Ukraińcy) o 90% więcej niż przed rokiem. Dla polskiego rynku pracy kolejnym wyzwaniem będzie wprowadzenie ruchu bezwizowego w strefie Schengen dla obywateli Ukrainy. Nastąpi to prawdopodobnie w czerwcu 2017r. i może skutkować odpływem pracowników na lepiej wynagradzające pracownikowi rynki Europy Zachodniej.

Początek roku przyniósł utrzymanie dynamicznego wzrostu inflacji. Według wstępnego szacunku GUS wskaźnik CPI wyniósł w styczniu 1,8% r/r wobec 0,8% r/r w grudniu ub. roku. Tym samym po raz pierwszy od czterech lat inflacja znalazła się w pasmie celu inflacyjnego banku centralnego. Podobnie jak w poprzednich miesiącach głównymi czynnikami napędzającymi inflację były ceny żywności i paliw, które w styczniu tego roku były o odpowiednio 3,3% i 9,0% wyższe niż przed rokiem. W styczniu tego roku wyraźnie wzrosły też ceny użytkowania mieszkania (+0,8% m/m i 1,2% r/r), co częściowo jest efektem wzrostu cen energii, ale może też odzwierciedlać wzrost cen części usług po wprowadzeniu minimalnej stawki godzinowej, co mogło wpłynąć na wyższą cenę usług m.in. ochrony i utrzymania czystości. Presja ze strony popytu utrzymuje się na niewielkim poziomie, choć według naszych szacunków inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 0,2% r/r z 0,0% w grudniu ub. roku. Ze względu na wstępny charakter styczniowych danych oraz brak szczegółowego koszyka inflacyjnego nie da się dokładnie oszacować inflacji bazowej za styczeń. W lutym trend wzrostu inflacji był kontynuowany i według naszych szacunków wskaźnik CPI wyniósł w minionym miesiącu 2,1% r/r.

# Makro i rynek

raport miesięczny

**Ceny żywności będą głównym źródłem zmienności inflacji**

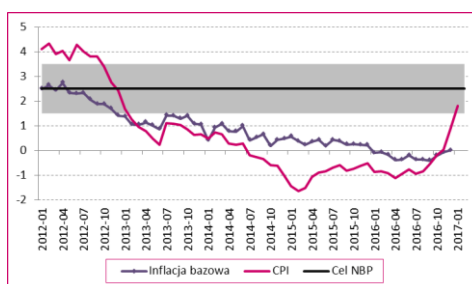
**Ograniczony potencjał wzrostu cen ropy naftowej**

**Ceny surowców podbijają wskaźnik PPI, choć potencjał do jego dalszej wyżki stopniowo wygasa**

W kolejnych miesiącach ceny żywności i paliw pozostaną głównymi czynnikami odpowiedzialnymi za zmienność inflacji. W naszej ocenie istotniejszym czynnikiem ryzyka dla inflacji w tym roku będą jednak ceny żywności. W ostatnich miesiącach na rynku krajowym utrzymują się dynamiczne wzrosty cen mięsa wieprzowego, nabiału oraz wyrobów olejowych. Wzrosty cen żywności mają też miejsce na rynkach globalnych, co znajduje odzwierciedlenie w wyższym indeksie FAO, który obecnie jest o 17,2% wyższy niż przed rokiem. Spośród jego składowych również najsilniej rosną ceny cukru, olejów oraz mięsa. Globalny charakter zmian cen, wsparty ograniczeniem podaży części surowców oznacza utrzymanie wyżek cen żywności w kolejnych miesiącach.

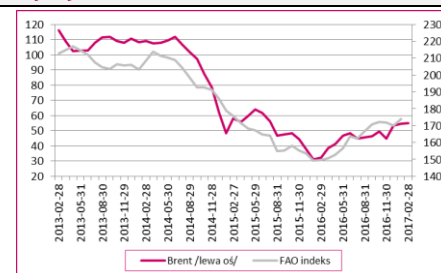
Źródłem zmienności inflacji będą też niewątpliwie ceny paliw, choć widzimy ograniczony potencjał do wzrostu cen ropy Brent w tym roku. Wydaje się, że przestrzeń do wyżki cen ropy po decyzji OPEC o ograniczeniu wydobycia wyczerpał się i obecnie ceny za baryłkę czarnego złota oscylują w okolicach poziomu 55 USD. Wątpliwości co do przestrzegania ustaleń dotyczących ograniczenia wydobycia przez część sygnatariuszy porozumienia, rosnące wydobycie surowca przez USA, a także ograniczony potencjał do wzrostu popytu (m.in. ze względu na umiarkowany wzrost gospodarczy w Chinach) powodują, że ceny ropy naftowej nie powinny rosnąć. W naszej ocenie cena ropy Brent powinna w tym roku oscylować w przedziale 50-65 USD za baryłkę.

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



Źródło: Datastream

**Wykres 8 Ceny ropy Brent w USD i indeksy cen żywności FAO**



Źródło: Datastream

Ze względu na czynniki bazowe (gwałtowne spadki cen paliw na początku roku 2016), roczny wskaźnik CPI będzie przyspieszał w najbliższych miesiącach i według naszych szacunków w lutym wyniósł 2,1% r/r. W 2Q wskaźnik CPI może zbliżyć się do celu banku centralnego na poziomie 2,5% r/r, jednak w naszym scenariuszu bazowym nie przekroczy go. Ewentualny wzrost inflacji powyżej 2,5% r/r będzie natomiast przejściowy i wywołany silniejszą od naszych założeń wyżką cen żywności i paliw.

Inflacja nasila się także na poziomie producentów. W styczniu wskaźnik PPI wzrósł do 4,1% r/r, osiągając poziom najwyższy od czerwca 2012r. Także w tym przypadku wzrost inflacji jest efektem drożących surowców, czego skutki wzmocnione są przez niską bazę statystyczną z roku ubiegłego. Ceny w górnictwie i wydobywaniu były w styczniu o 29,0% wyższe niż przed rokiem, na co wpływ miały wzrosty cen węgla oraz metali przemysłowych, których wzrost wyniósł w styczniu odpowiednio 74,6% r/r i 51,7% r/r (mierząc skalę wzrostu cen metali poprzez zmianę indeksu CRB). W ramach przetwórstwa przemysłowego najsilniej rosły ceny w sekcji produkcji koks i produktów rafinacji ropy naftowej, na skutek droższej ropy naftowej. W lutym wzrosty cen surowców wyhamowały, szczególnie w przypadku węgla i ropy naftowej, jednak ze względu na efekty bazowe roczne zmiany cen tych surowców będą zwiększały odczyty indeksu PMI w całym pierwszym kwartale tego roku. Lokalny szczyt indeksu PPI powinien być osiągnięty na przełomie pierwszego i drugiego kwartału, po czym roczna dynamika cen producenta powinna nieznacznie się obniżyć.

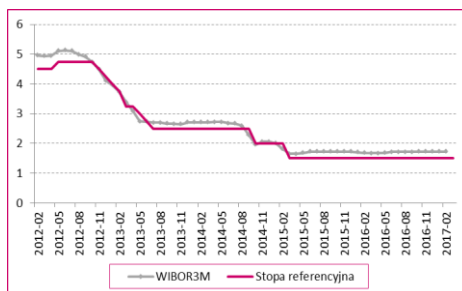
**Wymowa marcowego komunikatu niewiele odbiegała od poprzedniego, kiedy Rada jasno zakomunikowała, że przyspieszenie inflacji nie jest dla niej problemem**

### POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, utrzymując stopę referencyjną na 1,50%. Rada podtrzymała nieformalne neutralne nastawienie w polityce pieniężnej (obecny poziom stóp sprzyja zachowaniu równowagi makroekonomicznej), a wymowa komunikatu niewiele odbiegała od poprzedniego, kiedy Rada jasno zakomunikowała, że przyspieszenie inflacji nie jest dla niej problemem.

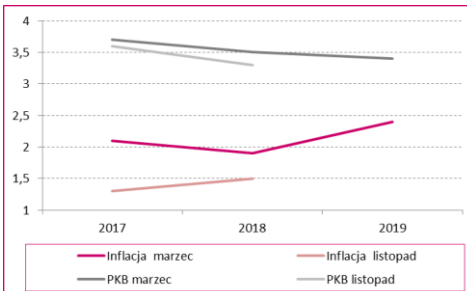
RPP nadal spodziewa się, że po istotnym wzroście w pierwszych miesiącach roku inflacja ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Stabilizacji sprzyjać będzie wygasanie efektów wyższych cen surowców, przy stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury. W ocenie RPP ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim terminie jest ograniczone, podczas gdy przed miesiącem było „niewielkie”. Nie jest to jednak korekta, która wyraźnie zmieniłaby wymowę stwierdzenia, chociaż nowe określenie wydaje się mniej kategoryczne.

**Wykres 9 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [%]**



Źródło: Datastream

**Wykres 10 Porównanie projekcji marcowej i listopadowej [%]**



Źródło: NBP, obliczenia własne

**Nowa projekcja pokazała wyższą niż w listopadzie ścieżkę PKB i inflacji**

**Zdaniem prezesa NBP nie widać podstaw do myślenia o zmianie poziomu stóp procentowych**

Na posiedzeniu w marcu Rada zapoznała się nową projekcją PKB i inflacji, która w jej ocenie wspiera przedstawioną w komunikacie ocenę sytuacji w gospodarce. Warto przy tym dodać, że w listopadzie prezes Glapiński nieco dystansował się od wyników projekcji, która przedstawiała nieco bardziej pesymistyczny obraz gospodarki, a na obecnym posiedzeniu zadeklarował że się z nią w pełni zgadza.

Zgodnie z oczekiwaniami, nowa projekcja pokazała wyraźnie wyższą niż w listopadzie ścieżkę inflacji. Zgodnie z projekcją marcową roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6 - 2,5% w 2017 r. (wobec 0,5 - 2,0% w projekcji z listopada ub.r.), 0,9 - 2,9% w 2018 r. (wobec 0,3 - 2,6%) i 1,2 - 3,5% w 2019 r. Ścieżka centralna tej projekcji nie przekracza celu (2,50%) w całym horyzoncie i zdaniem prezesa Glapińskiego sama projekcja sugerowałaby możliwość utrzymania stóp na obecnym poziomie nie tylko w 2017r., ale też w 2018r. Oczekiwana ścieżka wzrostu została natomiast, co nieco zaskakuje, podniesiona w górę. Roczne tempo wzrostu PKB znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4 - 4,0% w 2017 r. (wobec 2,6 - 4,5% w projekcji listopadowej), 2,4 - 4,5% w 2018 r. (wobec 2,2 - 4,4%) oraz 2,3 - 4,4% w 2019 r.

Pomimo bardziej optymistycznego obrazu gospodarki, zarówno w projekcji, jak i w napływających danych, RPP podtrzymała w marcu swoje nastawienie z poprzedniego posiedzenia. Wydaje się, że nie ma w niej determinacji do zmiany parametrów polityki pieniężnej, a obecny ich poziom jest dla Rady komfortowy. Podtrzymujemy naszą ocenę, że stopy NBP zostaną utrzymane na obecnym poziomie co najmniej do końca 2017r. Prezes NBP powiedział wprost, że przy obecnym kształtowaniu się cen ropy i żywności, nie widać podstaw do myślenia o zmianie poziomu stóp procentowych. Rada nie wydaje się też zaniepokojona perspektywą ujemnych realnych stóp procentowych. Co prawda Łukasz Hardt stwierdził, że ujemne realne stopy procentowe mogą występować do końca okresu projekcji (do końca 2019r.), jednak do lipcowej projekcji nie będzie to powodowało żadnego niepokoju, a RPP musi spokojnie obserwować gospodarkę i nie powinna podejmować pochopnych decyzji.

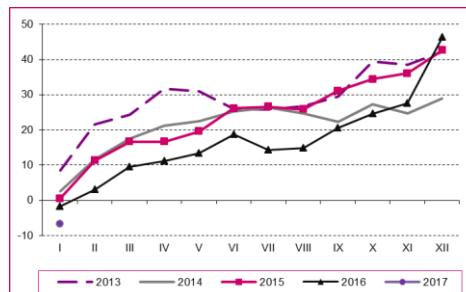
## POLITYKA FISKALNA

Po rekordowym deficycie w grudniu budżet państwa odnotował w styczniu rekordową nadwyżkę, co potwierdza tezę o przesunięciach międzyokresowych dokonywanych w budżecie w ujęciu kasowym, o czym pisaliśmy już po wstępnych danych za grudzień.

Wg szacunkowych danych, nadwyżka budżetu państwa w styczniu 2017r, wyniosła rekordowe 6,7 mld PLN, wobec zaplanowanego na cały rok deficytu 59,3 mld PLN. W porównaniu z grudniem 2016r. nastąpiło wyraźna poprawa strony dochodowej budżetu, a roczna dynamika dochodów przyspieszyła do 20,3% z 8,8%. W styczniu w dwucyfrowym tempie rosły wpływy z tytułu wszystkich podatków, za wyjątkiem PIT, jednak najwyższą dynamikę wykazał podatek VAT. Wpływy z jego tytułu były o 25,3% wyższe niż przed rokiem, po spadku o 48,9% r/r w grudniu. Skumulowane wpływy za 12 miesięcy zwiększyły się o 3,5% m/m, po tym jak spadały o 3,7% m/m po grudniu i osiągnęły nominalny poziom zbliżony do listopada (131 mld PLN). Dane potwierdzają, iż pod koniec roku wpływy z VAT były zanizane przez przyspieszone zwroty, które umożliwiły „przeniesienie” deficytu na 2016r. Z informacji „Pulsu Biznesu” wynika, że w lutym dynamika wpływów z VAT była jeszcze bardziej imponująca niż na początku roku, a dwa pierwsze miesiące przyniosły w sumie wzrost dochodów z tego podatku o ok. 40% r/r. Z informacji gazety wynika, że dokonane w grudniu zwroty VAT za styczeń i luty poprawiły styczniową statystykę o 3-4 mld PLN, a w samym lutym o około 2,5 mld PLN. Co więcej wpływ na dane o miesięcznych przychodach z VAT miało zlikwidowanie (od 1 stycznia) kwartalnego systemu rozliczania podatku od towarów i usług.

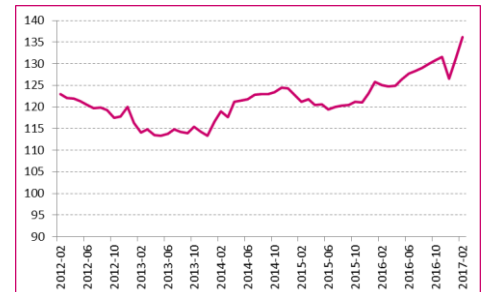
Wydatki budżetu państwa wzrosły w styczniu o 4,3% r/r. Resort finansów podał w komunikacie, że największe różnice w wykonaniu wydatków w stosunku do stycznia ubiegłego roku odnotowano w ramach budżetów wojewodów (wzrost o 2,2 mld PLN), co jest związane z wypłatą świadczeń w ramach programu rodzina 500 +, który w ubiegłym roku wystartował w kwietniu.

**Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]**



Źródło: MinFin

**Wykres 12 Wpływy z VAT w ujęciu płynnego roku [mld PLN]**



Źródło: MinFin, obliczenia własne

Nie widzimy zagrożenia dla całorocznego planu budżetowego, który zakłada deficyt 59,3 mld PLN. W 2017r. warunki gospodarcze będą umiarkowanym wsparciem dla budżetu. Inflacja CPI może być wyższa niż założone 1,3%, wzrost PKB może być natomiast wg naszej prognozy niższy niż założone 3,6%, jednak jego struktura będzie korzystna dla budżetu ze względu na solidny wzrost konsumpcji. Deficyt w ujęciu kasowym będzie też wspierany przez zysk NBP, który wg nieoficjalnych informacji może wynieść 9 mld PLN, podczas gdy w ustawie budżetowej założono 0,6 mld PLN. Pozycja ta nie ma jednak wpływu na wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych wg metodologii ESA2010. Niewiadomą pozostają skutki uszczelnienia systemu podatkowego, a dane za ostatnie miesiące pokazują, że do tej pory jego zakres był niewielki. Niewątpliwym wyzwaniem dla budżetu będzie pokrycie kosztu programu Rodzina 500+ w całorocznej wysokości oraz pod koniec roku kosztów obniżenia wieku emerytalnego. Nie powtórzy się też zapewne wysoka nadwyżka w budżetach Jednostek Samorządu Terytorialnego, która w 2016r. wyniosła 7,7 mld PLN, w konsekwencji zapaści inwestycji. Dlatego też wciąż widzimy ryzyko, że deficyt sektora *general government* osiągnie w bieżącym roku granicę 3,0% PKB.

Przyspieszone grudniowe zwroty, zawyżają wpływy z VAT w lutym i styczniu

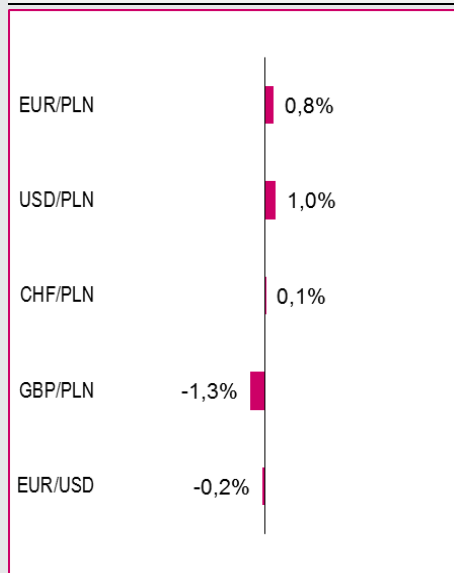
Główną przyczyną wzrostu wydatków jest finansowanie zasiłku wychowawczego

Wciąż widzimy ryzyko, że deficyt sektora *general government* osiągnie w bieżącym roku granicę 3,0% PKB



### KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

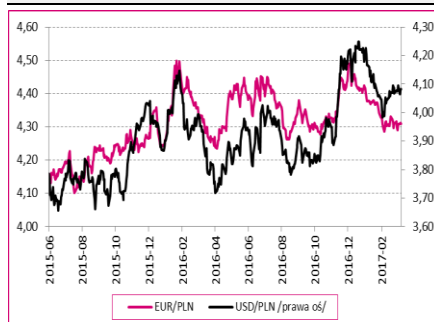


Źródło: Reuters

Po optymistycznym styczniu, gdy złoty wyraźnie zyskiwał na wartości kontrastując niejednokrotnie ze zmianami wartości pozostałych walut emerging markets, w lutym notowania kursu EUR/PLN weszły w trend horyzontalny ograniczony poziomami 4,29 - 4,33. Tkwiły w nim przez zdecydowaną większość ubiegłego miesiąca. W tym czasie wycena polskiej waluty pozostawała niewrażliwa zarówno na czynniki krajowe - w tym szereg lepszych od konsensusu danych z polskiej gospodarki - jak i zewnętrzne - przyspieszenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. W relacji do dolara natomiast polska waluta traciła na wartości oddając część umocnienia ze stycznia, gdy była najlepiej radzącą sobie walutą w relacji do dolara w 2017 roku.

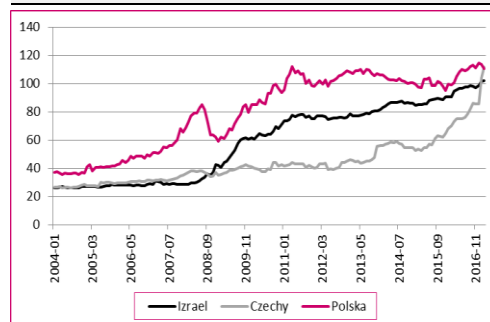
Luty w notowaniach pozostałych walut regionu to zdecydowane umocnienie izraelskiego szekla, który w relacji do euro był najsilniejszy od piętnastu lat stając się jednocześnie coraz większym problemem dla tamtejszego banku centralnego, w opinii którego waluta Izraela jest przewartościowana i nie odzwierciedla fundamentów gospodarki. W relacji do dolara natomiast szekel od początku roku umocnił się o 6%, a w lutym o niecałe 4% zastępując złotego jako jedną z najlepiej radzących sobie walut na świecie. Zakres aprecjacji szekla byłby jeszcze większy gdyby nie interwencje walutowe banku centralnego Izraela. Od 2008 roku bank nabył około 70 mld USD obcych walut zwiększając stan rezerw walutowych powyżej 100 mld USD. Z problemem rosnącego bilansu banku centralnego mierzą się także Czesi. Jest to konsekwencją trwającej obrony kursu EUR/CZK na poziomie 27,0 ustalonego w 2013 roku przez bank centralny Czech. Od tego czasu bilans banku niemal się potroił. W minionym miesiącu natomiast wartość interwencji walutowych była najwyższa w historii i wyniosła 15 mld EUR, z czego 9 mld EUR skupione zostało tylko w pierwszy dziesięć dniach stycznia w związku ze wzmożonym napływem kapitału na rynek emerging markets oraz próbą złamania reżimu kursowego. Na drugim biegunie znajduje się bank centralny Turcji, którego rezerwy stopniały do najniższego poziomu od pięciu lat z uwagi między innymi na konieczność obrony najstarszej w historii liry.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 15 Stan rezerw walutowych wybranych banków centralnych [mld USD]



Źródło: Reuters

Nasz scenariusz na 2017 rok niezmiennie zakłada umiarkowane umocnienie złotego

Nasz scenariusz na 2017 rok niezmiennie zakłada umiarkowane umocnienie złotego. Polska waluta wykorzystuje do tego rynkowy optymizm związany z coraz lepszymi danymi z kraju i ze świata, które skutkują dynamicznym napływem kapitału na rynki wschodzące. Poprawiające się fundamenty polskiej, ale i globalnej gospodarki sprawiają, że zwiększające się szanse normalizacji polityki pieniężnej w USA w marcu i kolejnych miesiącach nie stanowią przeszkody w aprecjacji złotego. Rosnącym napływem kapitału na rynki wschodzące można tłumaczyć także niewielką wrażliwością polskiej waluty na wzrost ryzyka politycznego związanego z wyborami we Francji, czy realną groźbą ponownego umorzenia części greckiego długu. Kolejnym źródłem aprecjacji - obok dobrych danych i oczekiwanego przyspieszenia inwestycji w kraju - jest łagodna polityka pieniężna w strefie euro. Nie oczekujemy, aby pomimo rosnącej inflacji Europejski Bank Centralny miał w szybkim tempie wygaszać obowiązujący co najmniej do końca tego roku program skupu aktywów. Poważną przeszkodą - spośród czynników zewnętrznych - w aprecjacyjnym trendzie mogą okazać się natomiast jesienne wybory parlamentarne w Niemczech, podjęcie protekcjonistycznych działań przez administrację D.Trumpa oraz - wciąż mało

**Notowania obligacji 10-letnich w lutym to dryf wokół poziomu 3,85% z odchyleniem +/- 5 bps**

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

III 2016			III 2017	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
03.03.16	OK108/DS0726	7,2		
24.03.16	aukcja zamiany	8,6		
02.03.17			aukcja zamiany	5,2
23.03.17			OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727 możliwe obligacje WS lub IZ	3,0-5,0

Źródło: MinFin

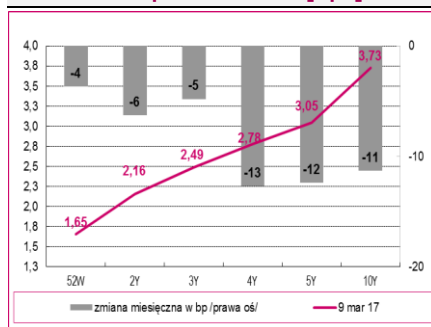
**W lutym napływ kapitału na rynek SPW był kontynuowany**

prawdopodobny - scenariusz zwycięstwa M.Le Pen w wyborach prezydenckich we Francji. Spośród barier krajowych wymienić należy prace nad przyszłorocznym budżetem, który w obliczu braku części jednorazowych, dodatkowych wpływów może rodzić napięcia. W tym czasie pojawiać się mogą także ostrzeżenia agencji ratingowych, gdyż w dwuletnim horyzoncie polityka budżetowa może wskazywać na coraz większe niedopasowanie i pogłębianie deficytu. Niewykluczone jednak, iż czynnikiem neutralizującym obawy fiskalne będą pierwsze oczekiwania rynku dotyczące podwyżek stóp procentowych na przełomie 2017 i 2018 roku. Mimo, iż nasz scenariusz zakłada ich utrzymanie na dotychczasowym poziomie w tym roku to niewykluczone, iż podobnie jak w styczniu, część rynku rozpocznie pozycjonowanie pod podwyżkę stóp w drugiej połowie roku.

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

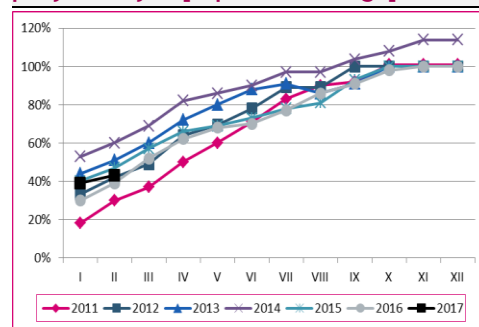
Krajowy średnio i długoterminowy dług - podobnie jak wycena złotego względem euro - wszedł w lutym w fazę konsolidacji. W przypadku obligacji 10-letnich oznaczało to dryf wokół poziomu 3,85% z odchyleniem +/- 5 bps. Nieco szerszy, bo wynoszący 8 bps zakres wahań towarzyszył dochodowości 5-latk, która skupiona była wokół poziomu 3,11%. Dość nieoczekiwanie natomiast - bo wbrew tendencjom z poprzednich miesięcy - największa amplituda wahań towarzyszyła wycenie krótkoterminowego długu. Rentowność 2-latk wzrosła bowiem w pierwszej połowie lutego do poziomu 2,33%, czyli 2,5-letniego maksimum, w ślad za zwyżką inflacji CPI, która w ocenie niektórych inwestorów mogłaby skłonić Radę Polityki Pieniężnej do rozważenia decyzji o podwyżce stóp procentowych. Dopiero retoryka posiedzenia RPP w lutym i powtórzenie deklaracji, że strategia wait-and-see jest w ocenie bankierów centralnych najbardziej odpowiednią w nadchodzących miesiącach ostudziła oczekiwania na zacieśnianie polityki pieniężnej i skutkowałą zniżką dochodowości 2-latek do poziomu 2,20%. Stabilizacja polskiej 10-latki w połączeniu ze spadkiem dochodowości Bunda w lutym skutkowałą zawężeniem spreadu pomiędzy tymi papierami do 336 bps z 365 bps, gdy był największy od połowy 2012 roku.

**Wykres 16 Miesięczna zmiana rentowności polskich SPW [bps]**



Źródło: Reuters

**Wykres 17 Realizacja potrzeb pożyczkowych [% planu rocznego]**



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Oczekiwania co do stabilizacji kosztu pieniądza w tym roku przez Radę Polityki Pieniężnej są tak powszechne, iż nie uważamy, aby ten czynnik mógł w najbliższych miesiącach wpływać na wycenę krajowego długu. Z tego powodu wpływ krajowych danych - nawet w przypadku przyspieszenia inwestycji, czy inflacji CPI - nie powinien wywoływać zmian na rynku SPW. Uważamy zatem, iż wycena polskich obligacji zależeć będzie przede wszystkim od czynników zewnętrznych związanych ze zmianami w sentymencie rynkowym. Jak dotąd 2017 rok przynosi umiarkowany wzrost zainteresowania polskimi papierami dłużnymi, ale także pozostałymi obligacjami emerging markets, co sugeruje nie tyle preferowanie polskich fundamentów, a transakcje koszykowe związane z ogólnym napływem kapitału na rynki wschodzące.

Opublikowane przez Ministerstwo Finansów dane dotyczące zmian w strukturze SPW po styczniu potwierdziły wzrost zaangażowania banków komercyjnych i inwestorów zagranicznych w polski dług. Przedstawiciel resortu finansów podkreślał ponadto kontynuację napływu kapitału w lutym. Przed nami jednak wydarzenia, które mogą ostabić te tendencje. Źródłem rynkowej nerwowości - odzwierciedlającej się zwyżką dochodowości - może okazać się rosnące ryzyko polityczne związane z wyborami we

# Makro i rynek

raport miesięczny

**Uważamy, iż w nadchodzących miesiącach należy spodziewać się łagodnego wystromienia polskiej krzywej**

**Początek roku przyniósł zmianę dotychczasowego trendu w notowaniach eurodolara**

**Wydatki SNB na interwencje walutowe od początku lutego kosztowały już ponad 20 mld CHF**

Francji (kwiecień) i Niemczech (wrzesień), powrót obaw o Grecję w związku z koniecznością przygotowania kolejnego pakietu pomocy finansowej i redukcji zadłużenia, czy proces normalizacji polityki pieniężnej w USA. O ile scenariusz zakładający wzrost stóp procentowych o 75 bps w tym roku jest już niemal zdyskontowany i nie wywołuje nerwowości rynku, to ewentualne przyspieszenie zacieśniania polityki monetarnej przez Fed stanowiłoby dla rynku długu silny argument za wyższymi rentownościami na świecie. Wymienione czynniki ryzyka będą jednak neutralizowane przez sprawną realizację tegorocznych potrzeb pożyczkowych, która po pierwszym kwartale ma szansę wynieść 50%. Co więcej, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami MinFin dynamika finansowania potrzeb zwolni w kolejnych miesiącach. Ograniczenie podaży na regularnych aukcjach - sprzyjające niższej rentowności - będzie dodatkowo wzmocnione przez spodziewaną aktywność resortu finansów na arenie międzynarodowej - w przypadku korzystnych warunków możliwa jest emisja obligacji w Japonii - bądź kolejną emisję obligacji green bonds. Poprzednia - pierwsza rządowa emisja zielonych obligacji na świecie - okazała się sukcesem. W grudniu Ministerstwo Finansów pozyskało 0,75 mld EUR przyciągając zainteresowanie funduszy inwestycyjnych (49%), banków (22%) i instytucji ubezpieczeniowych oraz funduszy emerytalnych (16%).

Podsumowując uważamy, iż w nadchodzących miesiącach należy spodziewać się łagodnego wystromienia polskiej krzywej z uwagi na prawdopodobne stabilne notowania 2-latki oraz umiarkowaną wyższą rentowności 10-latki motywowaną czynnikami zewnętrznymi, których pozytywnie oddziaływujące czynniki krajowe nie będą w stanie całkowicie zniwelować. Podtrzymujemy zatem naszą ocenę z poprzednich miesięcy, iż na koniec 2017 roku rentowność 10-latki wzrośnie do poziomów ze stycznia, gdy była najwyższa od maja 2014 roku. Przyszły rok może przynieść utrwalenie tendencji wzrostowych rentowności z uwagi na rosnące krajowe potrzeby pożyczkowe, stopniowe wycofywanie się banków centralnych z polityki rekordowo niskich stóp procentowych, czy brak jednorazowych, dodatkowych wpływów do budżetu centralnego.

## RYNKI ZAGRANICZNE

Luty przyniósł powrót do spadków eurodolara. Kurs EUR/USD zniżył się o trzy centy zawracając z poziomu 1,08 osiągniętego w styczniu za sprawą między innymi wypowiedzi D.Trumpa, w tym tej określającej dolara jako walutę „zbyt silną”. W minionym miesiącu źródłem spadku eurodolara okazały się narastające wątpliwości inwestorów czy kandydatka skrajnej prawicy w wyborach na prezydenta Francji, która mimo iż obecnie przegrywa w sondażach dotyczących drugiej tury, nie zostanie jednak ich zwyciężczynią. Rynek negatywnie odebrał również spadek rezerw walutowych Chin do poziomu najniższego od sześciu lat. Istotną dla notowań eurodolara była ponadto informacja, iż administracja prezydenta USA w przeciągu najbliższych tygodni zamierza zmienić system podatkowy. Kolejnym źródłem aprecjacji amerykańskiej waluty było wystąpienie prezesa Fed przed Kongresem. J.Yellen powtórzyła w nim, iż zwleknięcie z podwyżkami kosztu pieniądza będzie błędem, gdyż może skutkować koniecznością późniejszego, gwałtownego dostosowania stóp procentowych. Amerykańscy bankierzy centralni są natomiast zgodni, co do konieczności stopniowych zmian kosztu pieniądza. Retoryka wypowiedzi J.Yellen skutkowałą znaczącym wzrostem prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych już podczas najbliższego posiedzenia Fed tj. 15 marca. Rozwinięciem wypowiedzi J.Yellen przed Kongresem był późniejszy szereg jastrzębich wystąpień pozostałych bankierów centralnych Fed skutkujący dalszym wzrostem prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych podczas marcowego posiedzenia aż do 94%.

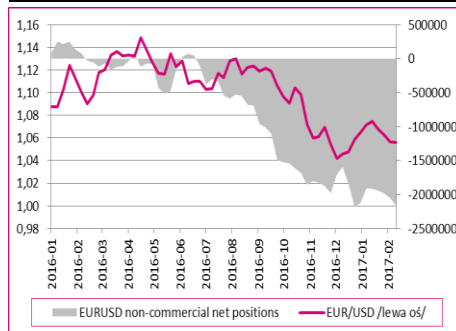
Miniony miesiąc w notowaniach innych walut to między innymi powrót negatywnej presji na brytyjskiego funta związanej ze zbliżającym się rozpoczęciem procedury Brexitu. Funt osłabł się o około 1% wobec euro, a względem dolara zbliżył się do minimum wartości z 1985 roku. Luty to także stabilizacja kursu EUR/CHF na najniższym od sierpnia 2015 roku poziomie. Komentując zmiany na rynku szwajcarskiego franka warto zwrócić uwagę na publikowane w lutym dane banku centralnego Szwajcarii dotyczące cotygodniowych wysokości interwencji walutowych SNB. Wynika z nich, iż przez ostatnie pięć tygodni z rzędu wydatki na interwencje walutowe wyraźnie wrosły i od początku lutego wyniosły już ponad 20 mld CHF. Przedtem taka kwota wystarczała na pół roku aktywności SNB na rynku forex. Można jedynie domniemywać, o ile niżej byłyby notowania pary EUR/CHF gdyby nie osłabianie

# Makro i rynek

raport miesięczny

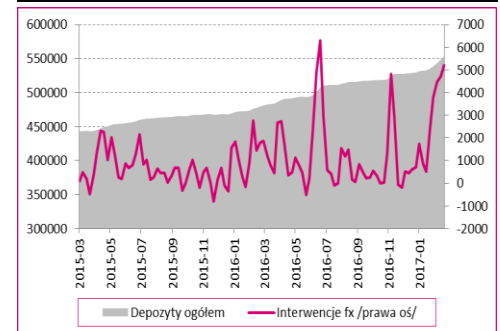
franka przez SNB. Obecnie poziom 1,0630 którego pomimo wielu prób nie udało się pokonać w lutym uznajemy za tymczasową, nieformalną barierę bronią przez bank centralny Szwajcarii. W ostatnim czasie nie brakowało jednak głosów, iż determinacja SNB może nie być wystarczająca, by w obliczu tegorocznych ryzyk dla globalnego sentymentu bankowi udało się odwrócić spadkowy trend w notowaniach pary EUR/CHF.

**Wykres 18 Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych oraz kurs EUR/USD**



Źródło: CFTC, Macrobond

**Wykres 19 Wysokość cotygodniowych interwencji walutowych SNB [mln CHF]**



Źródło: SNB, Macrobond

**Porozumienie OPEC w sprawie ograniczenia wydobycia jest realizowane w 90%**

**Marzec będzie kolejnym miesiącem, który powinien uwypuklać nasilającą się dysproporcję pomiędzy politykami monetarnymi USA, a EMU**

**Obawy dotyczące wyborów prezydenckich we Francji skutkowały wzrostem spreadu pomiędzy francuską, a niemiecką 10-latką**

Luty na pozostałych rynkach finansowych to między innymi historyczne maksima amerykańskiej giełdy i najdłuższa od 1987 roku seria dwunastu z rzędu wzrostów, po których każdorazowo indeks DowJones wyznaczał nowy historyczny szczyt. Ciekawostką z rynku surowcowego było opublikowanie przez OPEC danych na temat wydobycia w styczniu tj. pierwszym miesiącu obowiązywania porozumienia w sprawie ograniczenia wydobycia. Z raportu wynikało, iż porozumienie jest realizowane w około 90% założonej wielkości cięć wydobycia. Dane nie miały większego przełożenia na notowania ropy naftowej. Cena baryłki ropy Brent od dwóch miesięcy koncentruje się wokół poziomu 55 USD.

Marzec będzie kolejnym po grudniu 2016 roku miesiącem, który powinien uwypuklać nasilającą się dysproporcję pomiędzy politykami monetarnymi USA, a EMU. W tym miesiącu Europejski Bank Centralny podtrzymał bowiem swoje łagodne nastawienie powtarzając jednocześnie, iż stymulacja monetarna wciąż jest konieczna, by inflacja w strefie euro wzrosła do celu inflacyjnego EBC w trwały i przekonujący sposób. Z kolei amerykańska Rezerwa Federalna z wysokim prawdopodobieństwem podwyższy stopy procentowe. O ile scenariusz kontynuacji normalizacji polityki pieniężnej w USA jest już zdyskontowany, to źródłem rynkowej niespodzianki - skutkującej aprecjacją dolara - może okazać się najnowsza prognoza oczekiwanej przez bankierów centralnych ścieżki stóp procentowych w tym roku i nadchodzących latach. Podtrzymujemy swoje wcześniejsze oczekiwania, iż w 2017 roku Fed może zdecydować się na szybsze niż wycenia rynek podwyżki stóp procentowych tj. co najmniej trzy. Takim scenariuszowi sprzyja ponadto retoryka ostatniego wystąpienia prezesa Fed, w którym przestrzegła przed zbyt powolnym podnoszeniem stóp procentowych zapewniając, iż tegoroczne tempo będzie szybsze aniżeli w poprzednich dwóch latach. Jednocześnie J.Yellen bardziej optymistycznie postrzega koniunkturę w amerykańskiej gospodarce. Dodatkowym czynnikiem spadku eurodolara w najbliższych tygodniach mogą okazać się także zbliżające się wybory prezydenckie we Francji, jeśli sondaże będą dawały choćby niewielką szansę na zwycięstwo M. Le Pen. Czynnikiem ryzyka dla spadku eurodolara jest przedłużający się brak szczegółów planu gospodarczego prezydenta USA oraz ewentualne słowne interwencje przedstawicieli administracji nowego prezydenta, w tym kolejne wypowiedzi o przewartościowaniu amerykańskiej waluty.

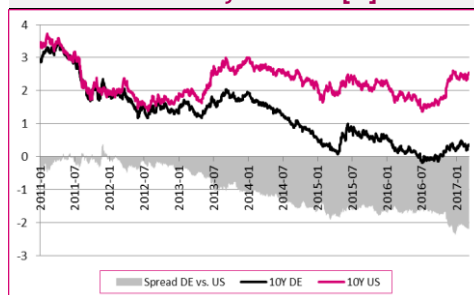
W lutym dochodowość obligacji na rynkach bazowych zniżyła. Spadki były jednak bardziej widoczne na rynku niemieckim, aniżeli obligacji amerykańskich, stąd w minionym miesiącu spread pomiędzy 10-letnimi papierami wzrósł do 218 bps tj. poziomów z grudnia, gdy był najwyższy w historii. Źródłem spadku dochodowości Bunda były słowa prezesa ECB. M.Draghiego, który stwierdził, iż ożywienie gospodarcze strefy euro nabiera siły, jednak wciąż wymaga wsparcia, z którego ECB nie jest gotowy zrezygnować oraz ogólne pogorszenie sentymentu inwestycyjnego wywołane sondażami przedwyborczymi we Francji i Niemczech. Po tej wypowiedzi Schatz wyznaczył historyczne minimum dochodowości na poziomie -0,90%. Wspomniane wcześniej obawy

# Makro i rynek

raport miesięczny

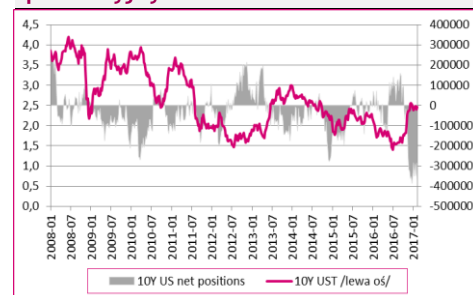
dotyczące wyborów prezydenckich we Francji skutkowało ponadto wzrostem spreadu pomiędzy francuską, a niemiecką 10-latką do najwyższego od czterech lat poziomu tj. 72 bps oraz wystromieniem krzywej niemieckiej. Do 13-miesięcznego maksimum wzrost bowiem spread pomiędzy 30-letnią, a 10-letnią obligacją Niemiec. Z powodu lokalnych problemów wyraźnie wzrosła w ubiegłym miesiącu rentowność obligacji francuskich, włoskich, czy greckich. Spadek zainteresowania amerykańskimi obligacjami to w dużej mierze efekt preferowania przez inwestorów bardziej ryzykownych aktywów, w szczególności akcji. W minionym miesiącu główne indeksy amerykańskiej giełdy wyznaczyły historyczne maksima.

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



Źródło: Reuters

**Wykres 21 Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych oraz notowania UST**



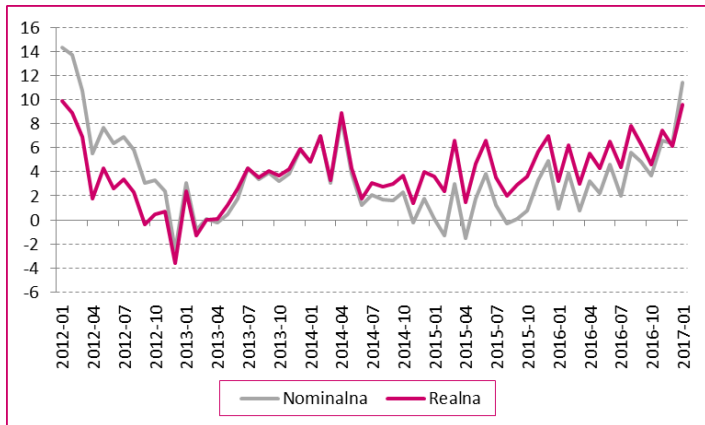
Źródło: CFTC, Macrobond

**Oczekujemy dalszego rozszerzenia się spreadu Bunda do U.S. Treasuries jako konsekwencja dysproporcji w politykach pieniężnych**

Biorąc pod uwagę rekordowo wysokie pozycjonowanie w amerykańskiej obligacji, dalszy napływ kapitału na rynek USA może być ograniczony. Tłumaczyć to by mogło trudności w wyznaczaniu nowych maksimum rentowności przez 10-latki USA. Pomimo znaczącego przyspieszenia oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych - z czerwca na marzec w zaledwie tydzień - dochodowość Treasuries ma problem z wybiciem się powyżej poziomu 2,60% ustanowionego w połowie grudnia ubiegłego roku. Kluczowa dla kierunku notowań Treasuries może okazać się wymowa marcowego posiedzenia Fed, w szczególności wykres dot-plot tj. oczekiwanej przez bankierów centralnych ścieżki stóp procentowych w tym i kolejnych latach. Przyspieszenie normalizacji polityki pieniężnej w 2017 roku w stosunku do grudnia, gdy konsensus Fed zakładał podwyżki o 75 bps, stanowiłoby argument za kontynuacją zwyczajki dochodowości. Sytuacja na rynku niemieckiego długu jest zgoła odmienna. Łagodna polityka pieniężna w strefie euro w połączeniu z przejściowymi wzrostami awersji do ryzyka wywołanymi kalendarzem wyborów w Europie sprzyja zainteresowaniu Bundem. Zasadne wydaje się zatem oczekiwanie umiarkowanej niżki dochodowości papierów niemieckich, a w połączeniu ze zmianami na rynku obligacji USA także rozszerzenie się spreadu pomiędzy obligacjami tych państw.

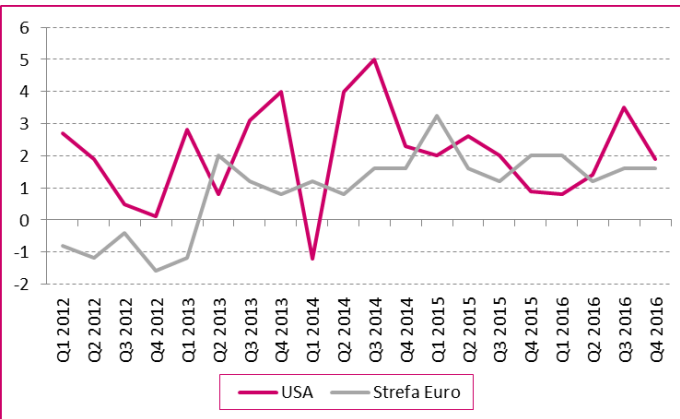
## PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [% , r/r]



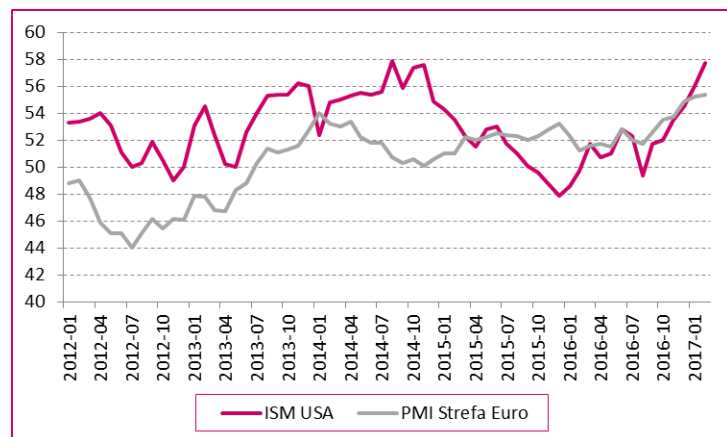
Źródło: Datastream

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



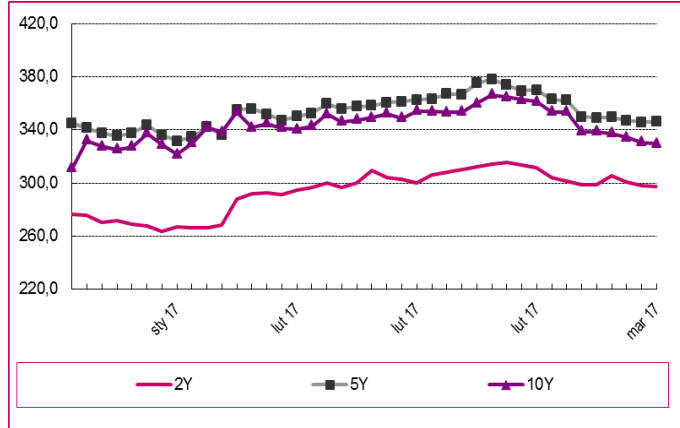
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



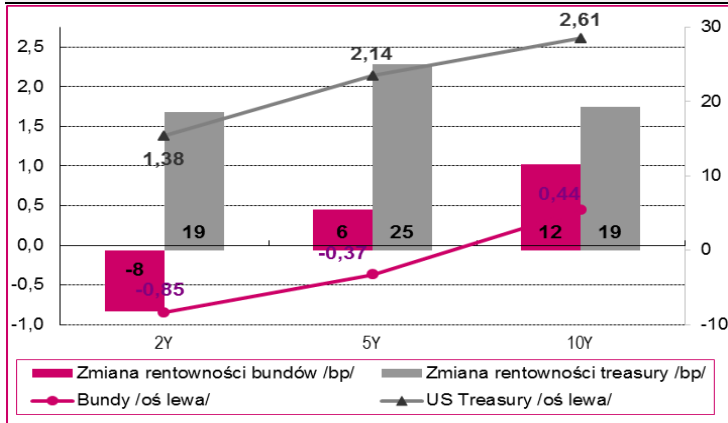
Źródło: Datastream

Wykres 25 Spread polskich i niemieckich obligacji [bps]



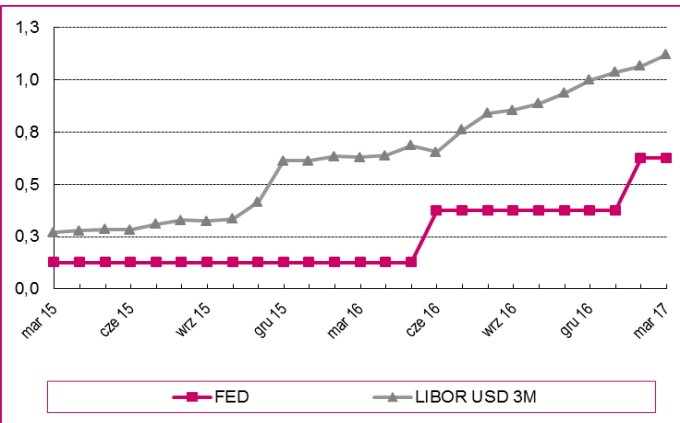
Źródło: Reuters

Wykres 26 Miesięczna zmiana rentowności obligacji USA i Niemiec



Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

## DANE I PROGNOZY

### DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17
Inflacja- CPI (% r/r)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,8	1,8	2,1	2,3
Inflacja bazowa (% r/r)	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,5
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,1	4,4	4,6
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,7	9,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,0	2,7	8,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	6,5	4,4	7,8	6,3	4,6	7,4	6,1	9,6	8,1	8,9
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	560	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,7	6,7	17,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,2	9,0	18,7	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	3,9	4,0
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,6
Stopa bezrobocia (%)	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,3

	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 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)	1,65	1,65	1,65	1,65	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,71	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,66	1,64	1,64	1,77	1,81	1,96	2,04	2,19	2,22	2,15
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,24	2,29	2,15	2,35	2,51	2,87	2,89	3,17	3,13	3,15
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,91	2,88	2,77	2,92	3,10	3,65	3,63	3,89	3,82	3,85
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,35
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	4,10
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,11	1,12	1,12	1,12	1,10	1,06	1,05	1,08	1,06	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	1852,5	1938,2
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	8,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	-0,8
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0
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	0,9
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,8	-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	1,75
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	3,97	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,40	4,30
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

## KALENDARIUM

### Marzec / Kwiecień

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

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.