

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

16 stycznia 2018

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

PRZEGLĄD GOSPODARCZY	2
POLITYKA PIENIĘŻNA	7
POLITYKA FISKALNA	9
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	10
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ..	11
RYNKI ZAGRANICZNE	12
PRZEGLĄD DANYCH	15
DANE I PROGNOZY	16
KALENDARIUM	17

Podsumowanie miesiąca

- Kondycja polskiej gospodarki w 2017 była wyraźnie lepsza od oczekiwań z początku roku. Po spowolnieniu w 2016 roku, odbicie wzrostu nastąpiło szybciej i miało ono silniejszą skalę. W roku 2017 wzrost gospodarczy wyniósł zapewne 4,5%, a w samym 4Q mógł osiągnąć nawet 5,0% r/r. Głównym motorem wzrostu pozostała konsumpcja prywatna, która w całym 2017 roku zwiększyła się o ok. 4,8% wobec wzrostu o 3,9% w 2016r. Rosnące dochody gospodarstw domowych, rekordowo niskie bezrobocie i poprawiające się nastroje konsumentów, ale też rekordowo niskie stopy procentowe sprzyjały zwiększaniu wydatków konsumpcyjnych. W tym roku konsumpcja powinna pozostać głównym motorem gospodarki, a oczekiwane ewentualne wyhamowanie jej dynamiki będzie tylko nieznaczne. Po silnym załamaniu w 2016 roku, inwestycje w środki trwałe nieznacznie się odbudowały w 2017r., choć ich dynamika pozostała relatywnie niska. Wzrost inwestycji wiązał się przede wszystkim z odbiciem inwestycji budowlanych, podczas gdy inwestycje firm praktycznie nie rosły. Pewnym optymistycznym sygnałem w tym zakresie mogą być wyniki grudniowego badania PMI, w którym przedsiębiorcy z sektora przemysłowego optymizm na przyszłość uzasadniali wzrostem inwestycji w poprawę produktywności. Wsparciem dla polskiej gospodarki w 2018 pozostanie koniunktura globalna. O ile w krótkim terminie perspektywy gospodarki pozostają relatywnie optymistycznie, to pozostaje wiele wyzwań, które mogą ograniczać potencjał wzrostu gospodarki w średnim i długim horyzoncie.
- Pierwsze posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w tym roku nie przyniosło niespodzianki i zakończyło się kontynuacją polityki utrzymywania podstawowych stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Referencyjna stopa procentowa kształtuje się zatem trzydziesty piąty miesiąc z rzędu na poziomie 1,5%. W naszej ocenie druga połowa tego roku może przynieść wzrost kosztu pieniądza, najpewniej podczas listopadowego posiedzenia RPP, gdy przedstawione zostaną wyniki projekcji makroekonomicznej. że wraz z przyspieszającą inflacją CPI, w warunkach nieco niższego niż w ub. roku wzrostu gospodarczego oraz kontynuacji pogłębiania niedoborów siły roboczej, może zwiększać w kolejnych kwartałach dyskomfort członków RPP. Możliwe jest, że nawet w przypadku realizacji naszych założeń makroekonomicznych Rada nie zdecyduje się na podwyższenie kosztu pieniądza w tym roku. Wypowiedzi prof. Gatnara po styczniowym posiedzeniu, który stwierdził, że „perspektywa inflacji powyżej 2,0% i poniżej 3,5% nie niepokoi”, zwiększają nieco prawdopodobieństwo alternatywnego scenariusza. Takie komentarze jastrzębio nastawionych członków mogą bowiem sugerować, że nie będzie łatwo zbudować poparcie dla zacieśniania polityki pieniężnej w tym roku.
- Miniony rok był niezwykle udanym okresem dla złotego. Polska waluta wyraźnie zyskiwała na wartości w relacji do euro, dolara, czy franka szwajcarskiego stając się - obok czeskiej korony - najlepiej radzącą sobie walutą emerging markets w 2017 roku. Kurs EUR/PLN spadł w 2017 roku o ponad 5%, lub 23 grosze, co jest największym rocznym umocnieniem od 2012 roku. Zdecydowanie bardziej spektakularne były zmiany pozostałych par złotych, gdzie nominalna niżka wyniosła 17,3% w przypadku USD/PLN i była największa od 2004 roku oraz 13,4% dla CHF/PLN tj. historycznie procentowy największy roczny spadek tej pary.

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	1,25%-1,50%	30-31 sty	1,25%-1,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	15 mar	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,00%	25 sty	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	6-7 lut	1,50%

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Wzrost gospodarczy w 2017 wyraźnie powyżej oczekiwań z początku roku

Kondycja polskiej gospodarki w 2017 była wyraźnie lepsza od oczekiwań z początku roku. Po spowolnieniu w 2016 roku, odbicie wzrostu nastąpiło szybciej i miało ono silniejszą skalę. W roku 2017 wzrost gospodarczy wyniósł według naszych szacunków 4,5%, a w samym 4Q mógł osiągnąć nawet 5,0% r/r. To wynik wyraźnie wyższy nie tylko od naszych ubiegłorocznych prognoz, ale też od oczekiwań m.in. NBP, który w marcowej projekcji PKB szacował wzrost gospodarczy w 2017 roku na poziomie 3,7%. Czynnikiem wspierającym wyniki polskiej gospodarki była korzystana koniunktura globalna i silny wzrost gospodarczy naszych głównych partnerów handlowych, a także procykliczna polityka gospodarcza.

Konsumpcja pozostała głównym motorem gospodarki

Głównym motorem wzrostu pozostała konsumpcja prywatna, która w całym 2017 roku zwiększyła się o ok. 4,8% wobec wzrostu o 3,9% w 2016r. W pierwszych trzech kwartałach minionego roku kontrybucja konsumpcji prywatnej do wzrostu PKB utrzymywała się na poziomie 2,9 pkt. proc., pomimo coraz wyższej bazy statystycznej z roku 2016, kiedy uruchomiony został program Rodzina 500+. Rosnące dochody gospodarstw domowych, rekordowo niskie bezrobocie i poprawiające się nastroje konsumentów, ale też rekordowo niskie stopy procentowe sprzyjały zwiększaniu wydatków konsumpcyjnych. W tym roku konsumpcja powinna pozostać głównym motorem gospodarki, a ewentualne wyhamowanie jej dynamiki będzie tylko nieznaczne. Solidne tempo konsumpcji prywatnej wspierać będą rosnące dochody gospodarstw domowych. Przyspieszyć powinna nie tylko dynamika płac, w związku z wciąż bardzo dobrą sytuacją na rynku pracy, ale także inne elementy składające się na dochody sektora gospodarstw domowych - świadczeń społecznych, czy też dochodów osób samozatrudnionych. W rezultacie sytuacja dochodowa gospodarstw domowych ulegnie dalszej poprawie, a inflacja uszczupli ich siłę nabywczą w skali tylko nieznacznie wyższej niż w roku 2017. Ocena sytuacji finansowej gospodarstw domowych powinna pozostać pozytywna, wspierając już bardzo optymistyczne nastroje gospodarstw domowych, a przez to też możliwości konsumpcji.

Inwestycje odbiły, ale dynamika pozostaje umiarkowana

Po załamaniu w 2016 roku, nakłady inwestycyjne w środki trwałe nieznacznie się odbudowały w 2017r., choć ich dynamika pozostała relatywnie niska. Odbudowa inwestycji wiązała się przede wszystkim ze wzrostem inwestycji budowlanych, co widoczne było także w dynamicznym wzroście wartości dodanej w budownictwie. Boom budownictwa mieszkaniowego, a także ożywienie inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków unijnych napędzały ożywienie nakładów inwestycyjnych w II połowie roku. Wyraźnie słabiej na tle inwestycji budowlanych wyglądały inwestycje firm w maszyny i urządzenia. O ile inwestycje samorządów wzrosły w 3Q ub. roku o 44,5% r/r to inwestycje firm zatrudniających co najmniej 50 pracowników wzrosły (nominalnie) o 1,7% r/r. Natomiast inwestycje w maszyny i urządzenia wzrosły w 3Q o tylko 0,6% r/r w ujęciu nominalnym. To bardzo słaby wynik, szczególnie biorąc pod uwagę dobrą koniunkturę w gospodarce, rosnący portfel zamówień, dobre wyniki finansowe firm i wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych. Wskazuje to, iż przedsiębiorstwa pozostają ostrożne w kontekście rozpoczynania projektów inwestycyjnych na co może mieć wpływ wysoka niepewność (prawno-instytucjonalna, w tym także w zakresie prawa podatkowego), a także rosnące trudności z pozyskaniem pracowników. Rok 2018 powinien być nieco lepszy także dla inwestycji prywatnych, które z pewnym opóźnieniem dostosowują się do inwestycji samorządowych i publicznych. Pewnym optymistycznym sygnałem w tym zakresie mogą być wyniki grudniowego badania PMI, w którym przedsiębiorcy z sektora przemysłowego optymizm na przyszłość uzasadniali wzrostem inwestycji w poprawę produktywności. Inwestycje w rozbudowę majątku produkcyjnego lub zwiększenie jego produktywności są niezbędnym elementem rozwoju firm i gospodarki w warunkach nasilających się ograniczeń podażyowych. Wsparciem dla inwestycji pozostanie rosnące wykorzystanie środków z aktualnej perspektywy finansowej, choć możliwości dalszego przyspieszenia inwestycji budowlanych mogą być ograniczone, ze względu na już bardzo wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, nasilające się problemy z pozyskaniem pracowników, a także rosnące ceny materiałów budowlanych. W efekcie dynamika inwestycji ma potencjał do przyspieszenia, jednak gwałtowne odbicie i dynamika przekraczająca 10% wydaje się scenariuszem trudnym do zrealizowania.

Dobra koniunktura globalna wspierała eksport

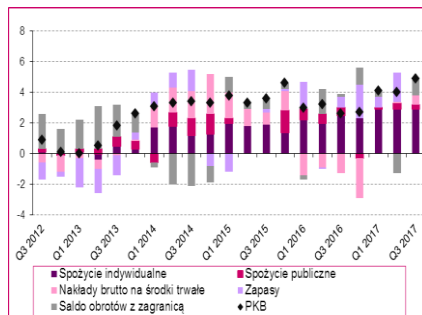
Wsparciem dla polskiej gospodarki w 2018 pozostanie koniunktura globalna. Wzrost gospodarczy w Unii Europejskiej, która jest naszym głównym partnerem handlowym wyniesie w tym roku 2,3% według prognoz Komisji Europejskiej wobec szacowanego wzrostu na poziomie 2,4% w roku 2017. To powinno utrzymać strumień zamówień

Makro i rynek

raport miesięczny

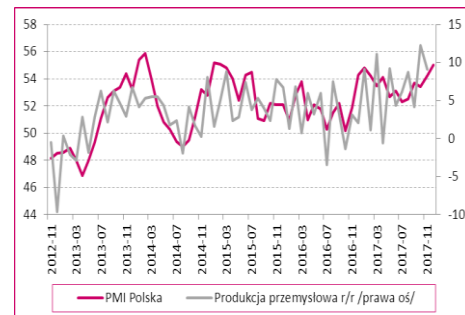
eksportowych. Przedsiębiorcy z sektora przemysłu wciąż sygnalizują ich wzrost, a wyniki badania PMI sugerują utrzymanie tej tendencji. Rosnący eksport powinien powodować, że odbudowa importu i pogorszenie salda wymiany handlowej nie powinno mieć silnie negatywnego wpływu na wzrost PKB, choć kontrybucja eksportu netto się pogorszy, to jednak powinna być tylko nieznacznie ujemna.

Wykres 1 Dynamika PKB [% r/r] i jego struktura [pkt. proc.]



Źródło: Macrobond

Wykres 2 Produkcja przemysłowa [% r/r] i indeks PMI [pkt.]



Źródło: Macrobond

W 2018 roku koniunktura w polskiej gospodarce pozostanie dobra, choć w naszej ocenie dynamika PKB nieznacznie wyhamuje. Zmienić się powinna nieco struktura wzrostu gospodarczego, który wciąż będzie w głównej mierze napędzany przez popyt konsumpcyjny, jednak coraz wyraźniej powinny przyspieszać też inwestycje. Bez ich uruchomienia, szczególnie inwestycji firm prywatnych, trudno będzie utrzymać wzrost gospodarczy na solidnym poziomie. Korzystny wpływ inwestycji budowlanych zacznie stopniowo wygasać, ich kumulacja nastąpi prawdopodobnie w 2018r., w szczególności, że ograniczenia podażowe mogą hamować dalszą ekspansję w tym zakresie. Głównymi ryzykami dla wzrostu gospodarczego w przyszłym roku będą czynniki globalne, bardziej o charakterze geopolitycznym niż koniunkturalnym. O ile więc w krótkim terminie perspektywy gospodarki pozostają relatywnie optymistyczne, to pozostaje wiele wyzwań, które mogą ograniczać potencjał wzrostu gospodarki w średnim i długim horyzoncie.

Rok 2017 to okres utrzymywania się niemal zrównoważonego salda na rachunku obrotów bieżących. Po 3Q ub. roku wykazało ono nadwyżkę 0,2% PKB wobec deficytu 0,3% PKB po 2016 roku. Poprawie salda na rachunku obrotów bieżących sprzyjał utrzymujący się wzrost eksportu, w tym utrzymywanie również nadwyżki obrotów towarowych. To niewątpliwie efekt wyjątkowo korzystnej koniunktury w gospodarce strefy euro, naszego głównego partnera handlowego. Co istotne, nadwyżka handlowa utrzymała się pomimo dynamicznego wzrostu popytu krajowego, w szczególności konsumpcyjnego, co powinno wzmacniać przyspieszenie importu. W 3Q dynamika eksportu, licząc w euro, wyniosła 11,5% r/r, zaś importu 9,4% r/r. Poprawie salda C/A pomógł także wzrost przychodów z eksportu usług, których wartość w minionym roku osiągnęła rekordowo wysokie wartości. W tym samym kierunku działał też spadek deficytu na rachunku dochodów pierwotnych, głównie ze względu na spadek dochodów z inwestycji wypłacanych inwestorom zagranicznym, który zaś neutralizowany był przez rosnące wypłaty wynagrodzeń dla zagranicznych pracowników, głównie z Ukrainy.

Według szacunków Komisji Europejskiej wzrost gospodarczy w strefie euro wyniósł w 2017r. 2,4%, a wskaźniki koniunktury gospodarczej, w tym także PMI, sugerują utrzymanie solidnego wzrostu gospodarczego także w tym roku. Według prognoz MFW nieco przyspieszy wzrost gospodarki globalnej i wyniesie 3,7% w roku 2018 wobec 3,6% w roku 2017, choć przy nieznacznym wyhamowaniu wzrostu gospodarek rozwiniętych. Zatem otoczenie globalne sprzyjać będzie utrzymaniu wzrostu eksportu. Potencjalnym ryzykiem dla tej tendencji będzie dalsze wyraźne umocnienie złotego, jednak aktualne poziomy kursu EUR/PLN znajdują się wciąż wyraźnie powyżej progowego kursu opłacalności eksportu, stąd jest jeszcze przestrzeń dla umocnienia złotego bez negatywnego wpływu na gospodarkę. Silna konsumpcja i odbudowa inwestycji wpłyną na przyspieszenie dynamiki importu, przez co spodziewamy się pewnego pogorszenia salda wymiany handlowej, jednak nie powinno być ono gwałtowne. Rosnący import nie powinien powodować też wyraźnego pogorszenia całego salda bilansu obrotów bieżących, ponieważ wyższy deficyt handlu towarami będzie łagodzony przez dalszy

Saldo rachunku obrotów bieżących pozostawało w 2017r. niemal zrównoważone

Solidny wzrost gospodarczy u naszych głównych partnerów handlowych wspierał eksport

Makro i rynek

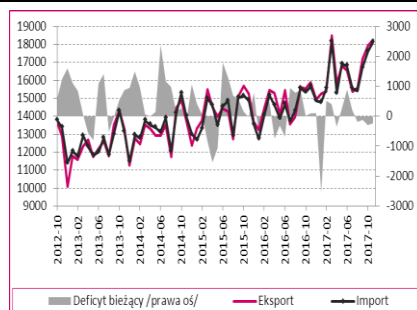
raport miesięczny

Wskaźniki stabilności zewnętrznej potwierdzają solidne fundamenty polskiej gospodarki

wzrost eksportu usług. W rezultacie, saldo bilansu obrotów bieżących pozostanie relatywnie niskie pomimo wciąż solidnego tempa wzrostu gospodarczego.

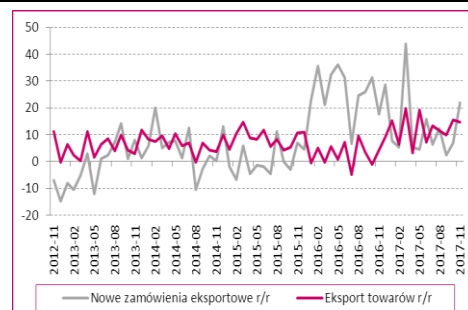
W minionym roku poprawiły się także inne wskaźniki stabilności zewnętrznej polskiej gospodarki. Obniżył się dług zagraniczny, który po 3Q stanowił 69,4% PKB wobec 75,9% PKB po 2016 roku. Spadek dotyczył przede wszystkim zadłużenia krótkoterminowego, które po 3Q było o 4,5 mld USD niższe niż na koniec 2016 roku, a jego udział w zadłużeniu ogółem spadł do 12,8% z 15,4% w 2016r. Poprawiła się także relacja krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego do rezerw walutowych. Aktualnie aktywa rezerwowe NBP stanowią 135% krótkoterminowego długu wobec 121% na koniec roku 2016. Są to wskaźniki potwierdzające brak zagrożeń dla stabilności zewnętrznej gospodarki, stanowiące bufor przez ewentualnymi zawirowaniami w gospodarce globalnej, a jednocześnie wpisujące się w mocne fundamenty polskiej gospodarki, co stanowi wsparcie dla złotego. Sytuacja w tym zakresie nie powinna ulec wyraźnej zmianie także w roku 2018.

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



Źródło: Macrobond

Wykres 4 Eksport i nowe zamówienia eksportowe [% r/r]



Źródło: Macrobond

Spadek stopy bezrobocia do rekordowo niskiego poziomu

Rok 2017 był okresem bezprecedensowej poprawy na krajowym rynku pracy. Od grudnia 2016 liczba etatów w sektorze przedsiębiorstw wzrosła o 254 tys., co jest najlepszym wynikiem od kiedy dostępne są porównywalne dane. Dynamiczny wzrost gospodarki, napędzany przez rosnący popyt krajowy i zagraniczny przekładał się także na wzrost popytu na pracę. W listopadzie liczba zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw była o 4,5% wyższa niż rok wcześniej. Natomiast według badania BAEL liczba pracujących w całej gospodarce wzrosła w 3Q do 16,51 mln osób, poziom najwyższego w historii badań. Przy spadającym bezrobociu, które w listopadzie osiągnęło rekordowo niski poziom, powodowało to nasilenie problemów ze znalezieniem pracowników. Według badań GUS już ponad 1/3 przedsiębiorstw przemysłowych niedobór wykwalifikowanych pracowników postrzega jako barierę prowadzenia działalności gospodarczej. To najwyższy odsetek w historii badania. W efekcie liczba wolnych miejsc pracy wzrosła w 3Q ub. r. do 447 tys. i była o 10,1% wyższa niż przed rokiem. Rozładowaniu napięć na rynku pracy pomagał napływ imigrantów, głównie z Ukrainy.

Sytuacja na rynku pracy w 2018 roku pozostanie bardzo dobra

W roku 2018 oczekujemy utrzymania dobrej sytuacji na rynku pracy, choć przestrzeń do spadku stopy bezrobocia zmniejsza się. Dobra koniunktura w polskiej gospodarce będzie sprzyjała utrzymaniu wzrostów zatrudnienia. Wskazują na to też badania koniunktury, w tym indeks PMI, sugerujący utrzymanie wzrostu popytu na pracę. Niemniej przy nasilających się ograniczeniach podaży pracy, dynamika zatrudnienia będzie obniżać się. W naszej ocenie stopa bezrobocia rejestrowanego spadnie do 6,0% w grudniu 2018r. z szacowanych 6,6% na koniec 2017r. Napięcia na rynku pracy mogą być częściowo zneutralizowane przez wzrost aktywności zawodowej, który wyniósł 56,7% i był 0,4 pkt. proc. wyższy niż przed rokiem. Obniżenie wieku emerytalnego, które weszło w życie w październiku ub. roku może jednak ten trend wyhamować w perspektywie najbliższych kwartałów. Według danych ZUS w związku z obniżeniem wieku emerytalnego wydano do końca grudnia ub. roku decyzje emerytalne dla 395 tys. osób, co oznacza, że z prawa do wcześniejszej emerytury skorzystała większość uprawnionych. Liczba świadczeń zawieszonych z uwagi na kontynuowanie zatrudnienia lub na wniosek świadczeniobiorcy wynosiła nieco ponad 54 tys., stanowiąc nieco poniżej 15% ogółem.

Makro i rynek

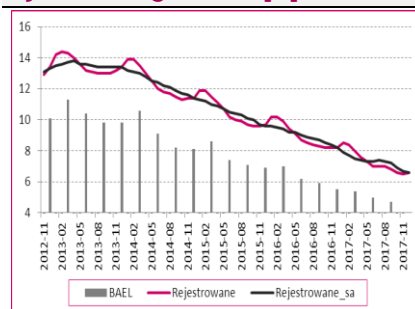
raport miesięczny

Presja płacowa narasta, choć pozostaje umiarkowana

Narastające napięcia na rynku pracy przełożyły się na przyspieszenie dynamiki płac, choć presja płacowa w skali całej gospodarki pozostaje umiarkowana, biorąc pod uwagę ogólną sytuację na rynku pracy i rekordowo niskie bezrobocie. W sektorze przedsiębiorstw dynamika płac przyspieszyła do 6,5% r/r w listopadzie wobec 2,7% r/r w grudniu 2016r. Najsilniej rosną płace w branżach, które napotykały największe problemy ze znalezieniem pracowników (handel detaliczny, budownictwo). W skali całej gospodarki wzrost płac jest mniejszy i w 3Q wyniósł 4,9% r/r wobec 3,7% r/r w 4Q 2016. Ograniczeniu presji płacowej pomagał niewątpliwie wspomniany wcześniej napływ pracowników z Ukrainy na krajowy rynek pracy.

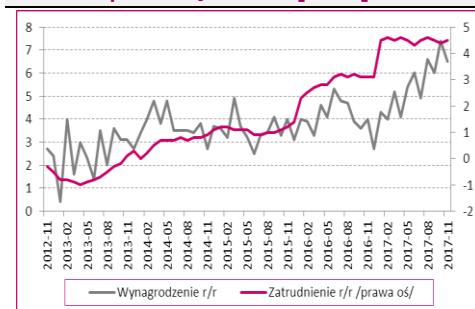
W tym roku presja płacowa powinna narastać, w ślad za rosnącym zatrudnieniem i nasilającymi się problemami z pozyskaniem pracowników. Według badań NBP rośnie odsetek firm zwiększających płace oraz udział zatrudnionych, których obejmują podwyżki wynagrodzeń. Rośnie też skala planowanych podwyżek wynagrodzeń. Presję na wzrost płac może też zwiększyć ubytek aktywnych zawodowo spowodowany obniżeniem wieku emerytalnego. Napływ obcokrajowców powinien pomagać częściowo rozładować napięcia na rynku pracy, choć oczekiwania płacowe Ukraińców stopniowo wzrastają, stąd przestrzeń do ograniczenia wzrostu kosztów pracy z tego tytułu również stopniowo wyczerpują się. Nie spodziewamy się jednak gwałtownego przyspieszenia dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw, która w naszej ocenie w tym roku wyniesie ok. 8,5%.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Macrobond

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



Źródło: Macrobond

Czynniki podażowe przyspieszyły inflację w 2017r.

Po wyjściu z deflacji w listopadzie 2016 roku, miniony rok przyniósł wyraźne nasilenie presji inflacyjnej. Średnio w ubiegłym roku inflacja wyniosła 2,0% wobec deflacji na poziomie 0,6% w roku 2016. Natomiast w listopadzie 2017r. wskaźnik CPI osiągnął cel inflacyjny na poziomie 2,5% r/r, po raz pierwszy od listopada 2012r. To w dużej mierze efekt rosnących cen żywności, które w listopadzie minionego roku były o 6,5% wyższe niż rok wcześniej, a najsilniej zwyżkowały ceny masła, jaj, owoców i warzyw. W kierunku wzrostu inflacji działały też zwyżkujące ceny energii i surowców energetycznych. Źródłem zmienności inflacji były też ceny paliw, które w pierwszych miesiącach minionego roku wpływały na podwyższenie wskaźnika CPI, jednak w połowie roku ich proinflacyjny wpływ zaczął stopniowo wygasać. Nasiliła się także presja inflacyjna ze strony popytu, choć inflacja bazowa pozostała na relatywnie niskim poziomie. Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w listopadzie 0,9% r/r wobec 0,0% r/r w grudniu 2016r.

Inflacja ponownie przyspieszy, po jej wyhamowaniu w 1Q 2018r.

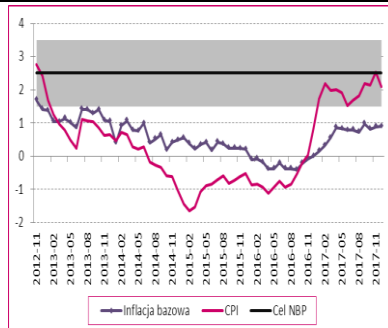
Po przejściowym spadku w 1Q br., inflacja ponownie przyspieszy w dalszej części roku, przekraczając nieznacznie cel inflacyjny w 3Q. Efekt wysokiej bazy statystycznej obniży roczny wskaźnik CPI w ostatnich miesiącach tego roku. Wzrost inflacji w tym roku w większym stopniu będzie efektem nasilającej się presji popytowej, podczas gdy ceny żywności i paliw powinny w mniejszym stopniu działać proinflacyjnie. Ceny żywności po wyraźnym wzroście w 2016 powinny ustabilizować się, co sygnalizują tendencje na rynkach międzynarodowych. Ich wpływ na roczny wskaźnik inflacji CPI powinien być zatem bardziej neutralny. Dynamika cen paliw także powinna wyhamować. Po tym jak cena ropy Brent wzrosła w ubiegłym roku o blisko 20%, w ujęciu dolarowym, potencjał do jej dalszej zwyżki może być już ograniczony. W naszej prognozie zakładamy utrzymywanie się cen ropy Brent w przedziale 60-65 USD za baryłkę, podczas gdy aktualny konsensus Bloombergu wskazuje na poziomie 57 USD. Przy aktualnych cenach podaż surowca ze Stanów Zjednoczonych może pozostawać w

Makro i rynek

raport miesięczny

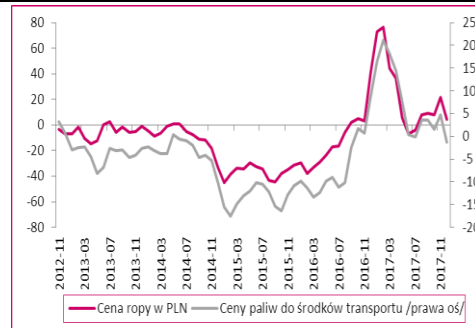
trendzie wzrostowym, niwelując wpływ ograniczenia podaży z porozumienia kartelu OPEC.

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



Źródło: Macrobond

Wykres 8 Ceny ropy Brent i benzyny w kraju [% r/r]



Źródło: Macrobond

Presja inflacyjna ze strony popytu będzie stopniowo narastać w roku 2018

Ten rok przyniesie natomiast przyspieszenie inflacji bazowej. Wzrost płac i jednostkowych kosztów pracy powinien zacząć przekładać się na wyższe ceny, szczególnie w zakresie usług i dóbr nie podlegających wymianie handlowej, szczególnie usług, gdzie dominujący udział w kosztach mają koszty płac. W badaniach koniunktury PMI przedsiębiorcy z przetwórstwa przemysłowego sygnalizują wzrost kosztów produkcji w tempie najwyższym od sześciu lat, co przekłada się również na wzrost cen wyrobów gotowych. Badania koniunktury GUS natomiast wskazują na oczekiwania wzrostu cen w budownictwie i sektorze usług, w tym w handlu. Presja inflacyjna ze strony płac będzie jednak łagodzona przez mocnego złotego, który ograniczać będzie inflację dóbr podlegających wymianie handlowej. Biorąc te czynniki pod uwagę oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji bazowej i na koniec tego roku wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii powinien osiągnąć poziom ok. 2% r/r.

Łagodna retoryka RPP na początku roku

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

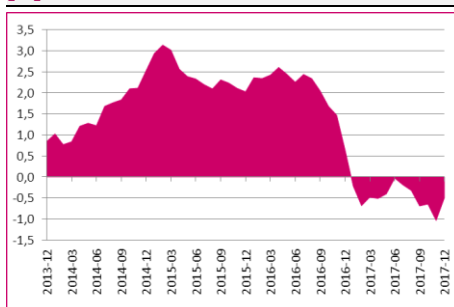
Adam Glapiński	„Na podstawie istniejących danych i w świetle projekcji do końca 2018 r. stopy procentowe nie powinny ulec zmianie.(...) W świetle istniejących danych i projekcji może się przedłużyć na dłuższy okres (ponad 2018 r.-przyp)”. (10.01.2018)
Grażyna Ancyparowicz	„Jeśli nie nastąpią nieoczekiwane wydarzenia, to można przyjąć, że prezes Glapiński ma rację i w 2018 r. nie dojdzie do podwyżki stóp proc., bo nie ma do niej obecnie żadnych podstaw”. (14.12.2017)
Eugeniusz Gatnar	„głębszy spadek inflacji (w grudniu - przyp) niż nam się wydawało, co (...) karze mi poczekać na projekcję marcową, ponieważ nie jestem pewien, czy nie ujawnia się jakiś proces, który będzie skutkować obniżeniem ścieżki inflacyjnej, jaka była w projekcji listopadowej”. (10.01.2018)
Łukasz Hardt	„Nowe prognozy DAE NBP pokazują, że w 2019 roku inflacja będzie powyżej celu i będzie w trendzie wzrostowym, choć nadal będzie w paśmie odchyłań od celu. Jeśli na początku 2018 roku wszystko będzie wskazywało na to, że ten scenariusz się materializuje, to będzie moment na rozważenie niewielkiej podwyżki stóp. To, że na konferencji w lutym powiedziałem, że jest za wcześnie na podnoszenie stóp, nie oznacza, że za wcześnie będzie też w lutym albo w marcu”. (15.11.2017)
Jerzy Kropiwnicki	„Jeszcze przynajmniej przez rok nie wydaje mi się, żebyśmy byli w sytuacji, która pozwoli nam na podjęcie decyzji o podwyżce stóp procentowych”. (16.11.2017)
Eryk Łon	„Nie wykluczam, że w przyszłym roku nie pojawi się potrzeba dokonywania żadnych zmian w zakresie polityki stóp procentowych aczkolwiek oczywiście nie przesądzam tego.” (21.12.2017)
Jerzy Osiatyński	„Mamy inflację, której prognozy są, właściwie do końca 2018 r., a może nawet połowy 2019 r., bardzo bezpieczne.” (15.12.2017)
Rafał Sura	„W marcu będziemy się zapoznawać z kolejną projekcją inflacji i jeśli w niej będą zawarte dane wskazujące na niekorzystne tendencje w kwestii naszych procesów inflacyjnych, to będzie to powód do tego, żeby w II połowie przyszłego roku myśleć nad ewentualną zmianą nastawienia”. (11.12.2017)
Kamil Zubelewicz	„Przypuszczam, że nawet do końca 2019 roku stopy procentowe w Polsce nie zostaną podwyższone, ponieważ w RPP jest duża tolerancja wobec inflacji. Dopóki z przyczyn wewnętrznych wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych nie przekroczy 3,5 proc. większość członków RPP może być za utrzymaniem stóp bez zmian”. (18.12.2017)
Jerzy Żyżyński	„Nie ma specjalnego zagrożenia (ze strony inflacji - przyp.). Inflacja bazowa jest nadal niska. (...) Jeśli zbliżalibyśmy się do górnego ograniczenia pasma odchyłań od celu (3,5 proc.), to trzeba by się zastanowić co robić dalej”. (8.12.2017)

POLITYKA PIENIĘŻNA

Pierwsze posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w tym roku nie przyniosło niespodzianki i zakończyło się kontynuacją polityki utrzymywania podstawowych stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego na niezmiennym poziomie. Referencyjna stopa procentowa kształtuje się zatem trzydziesty piąty miesiąc z rzędu na poziomie 1,5%.

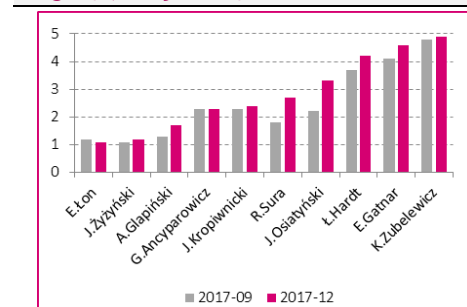
Zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami referencyjna stopa procentowa nie uległa zmianie w ubiegłym roku. RPP podtrzymywała w komunikatach opinię, że stabilizacja kosztu pieniądza „sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Retoryka Rady nie ulegała w ciągu roku istotnym modyfikacjom. Utrzymywaniu stóp procentowych przez RPP sprzyjała relatywnie stabilna inflacja CPI, która kształtowała się z wyjątkiem listopada na poziomach poniżej celu inflacyjnego NBP 2,5% r/r. Podwyższenie w stosunku do 2016 r. dynamiki cen konsumenta wspierało głównie przyspieszenie inflacji cen żywności i energii, co związane było z czynnikami o charakterze popytowym. W efekcie realne stopy procentowa niemal przez cały rok kształtowały się na ujemnym poziomie. Inflacja bazowa rosła, aczkolwiek bardzo powoli, pomimo narastania presji popytowej, osiągając na koniec roku poziom zbliżony do 1% r/r. Wsparciem dla gołębiej retoryki Rady była również tylko umiarkowana dynamika jednostkowych kosztów pracy.

Wykres 9 Stopa referencyjna realna [%]



Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

Wykres 10 Hawk-o-meter PAP 1 - gołąb, 5 - jastrząb.



Źródło: PAP, opracowanie własne

W 2017 r. RPP dokonała jednak pewnych korekt w zakresie polityki pieniężnej. Na listopadowym posiedzeniu jednomyślnie podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej do 0% dla środków pozyskanych na co najmniej 2 lata. Zmiana ta miała charakter głównie formalny i uspołniła wymagania dla środków nierezydentów oraz rezydentów. Wchodzi ona w życie z dniem 1 marca 2018 r. i ma zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od dnia 30 kwietnia 2018 r. Na kolejnym posiedzeniu RPP podjęła również uchwałę o obniżeniu od 1 stycznia 2018 r. oprocentowania rezerw obowiązkowych z 1,35% do 0,5%. Zgodnie z naszymi szacunkami zmiana ta może ograniczyć zyski polskiego sektora bankowego w 2018 r. o ok. 330 mln PLN i w tej samej skali zwiększa zysk banku centralnego, który w większości zasila budżet państwa.

W naszej ocenie druga połowa tego roku może przynieść wzrost kosztu pieniądza, najpewniej podczas listopadowego posiedzenia RPP, gdy przedstawione zostaną wyniki projekcji makroekonomicznej. Oczekujemy, że po obniżeniu się inflacji CPI w grudniu do 2,1% r/r z 2,5% r/r w listopadzie, dynamika cen konsumenta będzie stopniowo rosła i może przejściowo przekroczyć w tym roku poziom celu inflacyjnego NBP. Sądzymy zatem, że wraz z przyspieszającą inflacją CPI, w warunkach nieco niższego niż w ub. roku, aczkolwiek nadal szybkiego wzrostu gospodarczego oraz kontynuacji pogłębiania niedoborów siły roboczej, może zwiększać w kolejnych kwartałach dyskomfort członków RPP. Jednocześnie rosłać będzie inflacja bazowa, do czego przyczyniać się będzie rosąca presja popytowa. Narastać będzie również presja płacowa, gdyż nadal zwiększający się popyt na pracę, w wyniku dobrej koniunktury gospodarczej, będzie w coraz większym stopniu napotykał barierę podaży pracy. Z tego też powodu podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający podwyżkę stóp procentowych pod koniec. O wpływie danych na zmianę retoryki większości członków

Makro i rynek

raport miesięczny

Rosną ryzyka dla scenariusza podwyżek stóp procentowych w tym roku

RPP mogą świadczyć wyniki badania Hawk-o-meter PAP. Ankietowani analitycy wskazywali, że między wrześniową a grudniową rundą badania, wraz z publikacją odczytów dotyczących wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w 3Q 2017 r., ocena nastawienia niemal wszystkich członków RPP stała się bardziej jastrzębia.

Ryzyko dla naszej prognozy zmiany stóp procentowych powiązane jest z przyszłą koniunkturą w Polsce i za granicą, oraz z reakcją większości członków Rady na zachodzące zmiany w sytuacji gospodarczej. Możliwe jest, że nawet w przypadku realizacji naszych założeń makroekonomicznych Rada nie zdecyduje się na podwyższenie kosztu pieniądza w tym roku. Wypowiedzi po styczniowym posiedzeniu prezesa Narodowego Banku Polskiego oraz prof. Gatnara, członka RPP, zwiększają nieco prawdopodobieństwo tego scenariusza. Prof. E. Gatnar, wskazywany w ankiecie Hawk-o-meter jako jeden z najbardziej jastrzębich członków Rady stwierdził, że „perspektywa inflacji powyżej 2,0% i poniżej 3,5% nie niepokoi”. Jednocześnie A. Głapiński podkreślił, że w świetle projekcji listopadowej oraz dostępnych danych, a więc włączając listopadowy odczyt inflacji CPI na poziomie celu inflacyjnego i dane grudniowe, obniżone efektem wysokiej bazy cen żywności, że stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie do końca 2018 r. lub „przez dłuższy okres czasu”. Na możliwość stabilizacji stóp procentowych również w 2019 r. wskazywał także inny członek RPP, dr. K. Zubelewicz, który ocenił, że „nawet do końca 2019 r. stopy procentowe w Polsce nie zostaną podwyższone, ponieważ w RPP jest duża tolerancja wobec inflacji”. Zaznaczył również, że jeśli z przyczyn wewnętrznych inflacja nie przekroczy górnego przedziału dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (3,5%) to większość członków Rady może optować za stabilizacją stóp procentowych. Wypowiedzi jastrzębio nastawionych członków mogą sugerować, że nie będzie łatwo zbudować poparcie dla zacieśniania polityki pieniężnej. Brak podejścia „forward-looking” większości członków RPP groziłoby jednak długotrwałym przekroczeniem przez inflację CPI poziomu 3,5%. W takim przypadku nie zostałby osiągnięty cel inflacyjny NBP, oraz mogłoby doprowadzić do szeregu negatywnych skutków dla gospodarki: np. odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, napędzenie spirali ceny-płace oraz ograniczenie popytu. Wydaje się więc, że większość członków RPP pod wpływem danych i prognoz wskazujących możliwość przekroczenia celu inflacyjnego 2,5% r/r +1% podejmie decyzje o podwyżce stóp procentowych jeszcze w tym roku.

Deficyt budżetu w roku 2017 był o połowę niższy od założonego w ustawie budżetowej

Zahamowanie narastania długu publicznego, po jego dynamicznym wzroście w 2016r.

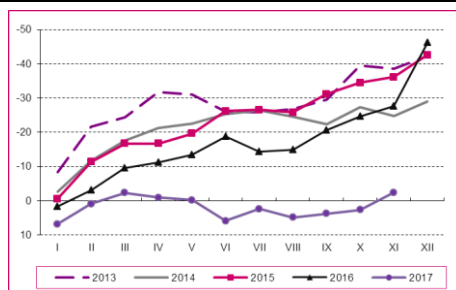
Brak ryzyka dla realizacji budżetu w tym roku

POLITYKA FISKALNA

Rok 2017 to okres wyraźnej poprawy sytuacji budżetu państwa. Kolejne miesiące minionego roku przyzwyczajały do rekordowych wyników budżetu, który w pięciu miesiącach minionego roku osiągał nadwyżki, a narastająco od początku roku budżet państwa zamykał się dodatnim saldem aż przez siedem miesięcy. Ostatecznie w całym roku deficyt, zdaniem minister finansów T. Czerwińskiej, nie przekroczy 30 mld PLN wobec 59,3 mld PLN zapisanych w ustawie budżetowej. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie w poprzednich raportach tak dobra sytuacja budżetowa to efekt złożenia się kilku czynników - przesunięcia części zwrotów VAT na grudzień 2016 r., poprawiającej statystyki budżetu na początku 2017r., rekordowo wysokiej wpłaty z zysku NBP, dobrej koniunktury gospodarczej, w szczególności silnej konsumpcji i rekordowo niskiego bezrobocia, a także uszczelnienie systemu podatkowego i zwiększenie efektywności podatkowej. To wszystko doprowadziło do wzrostu wpływów podatkowych, w tym w szczególności z podatku VAT, które po listopadzie ub. roku były o 20,3% wyższe niż przed rokiem. Jednocześnie pod kontrolą utrzymywana była strona wydatkowa, czemu też pomagała dobra koniunktura na rynku pracy, a w konsekwencji niższa dotacja do ZUS. W efekcie deficyt budżetu państwa w całym 2017r. prawdopodobnie nie przekroczy 30 mld PLN, co oznacza powrót do poziomu z 2014r.

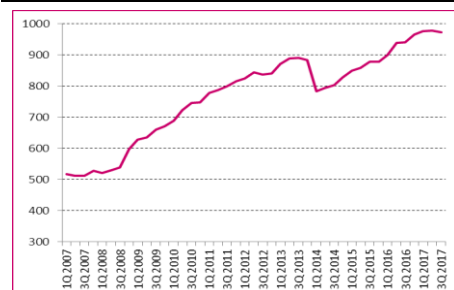
Dobra kondycja budżetu przełożyła się na zahamowanie procesu narastania długu publicznego. Po 3Q wartość długu publicznego była o zaledwie 7 mld PLN wyższa niż na koniec 2016 roku i wyniosła 972,2 mld PLN. To lokuje Polskę w gronie krajów o najmniejszym przyroście długu w roku 2017, choć należy dodać, że nastąpiło to po roku z bardzo silnym przyrostem długu - w roku 2016 dług publiczny wzrósł aż o 87,9 mld PLN. Niższemu przyrostowi długu sprzyjał nie tylko niższy od założeń deficyt budżetowy, ale także umocnienie złotego, które zmniejszyło złotową wartość zadłużenia zagranicznego. W ubiegłym roku złoty zyskał ponad 5% wobec euro i 17% względem USD.

Wykres 11 Wykonanie budżetu państwa [narastająco, mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 12 Dług sektora finansów publicznych [mld PLN]



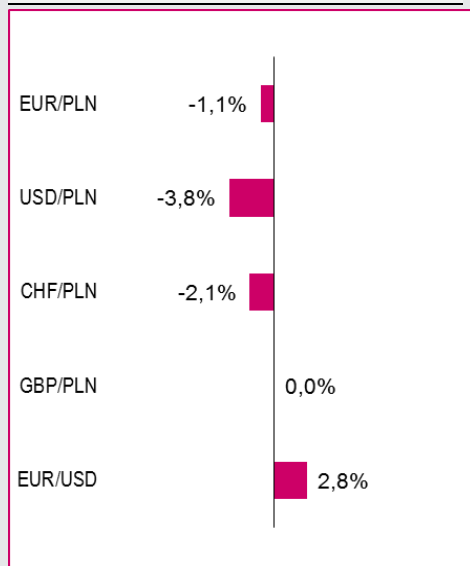
Źródło: Datastream, MinFin

Na ten rok nie widzimy zagrożeń dla sytuacji fiskalnej. W ustawie budżetowej założono deficyt na poziomie 41,5 mld PLN, przy dochodach wartości 355,7 mld PLN i wydatkach 397,2 mld PLN. Prognozy makroekonomiczne przyjęte na etapie konstrukcji budżetu ocenić należy obecnie jako konserwatywne, stąd koniunktura będzie sprzyjała dobrej realizacji budżetu. Sytuacja budżetowa w tym roku będzie pozostawać komfortowa. Deficyt sektora finansów publicznych w roku 2017 zapewne nie przekroczy 2% PKB i zbliżonym poziomem powinien utrzymać się także w tym roku. Należy jednak dodać, że dobry wynik 2017 r. osiągnięty został w warunkach bardzo dobrej koniunktury gospodarczej. Pomimo historycznie dobrych wyników w 2017 roku, deficyt sektora w Polsce nie wyróżnia się pozytywnie na tle UE. Komisja Europejska prognozuje bowiem, że w Niemczech, w Czechach oraz na Litwie w 2018 r. zostanie osiągnięta nadwyżka. Według prognoz tej instytucji Polska z deficytem strukturalnym prognozowanym na poziomie 2,3% PKB w 2018 r. (wzrost z 2,1% PKB szacowanych w 2017r.) jest na 6. od końca pozycji wśród krajów UE. Oznacza to, że w sytuacji pogorszenia koniunktury gospodarczej prawdopodobne będzie wyraźne pogorszenie sytuacji fiskalnej. Na obecnym etapie cyklu nie jest to jednak scenariusz wyceniany przez rynki finansowe.

Makro i rynek

raport miesięczny

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

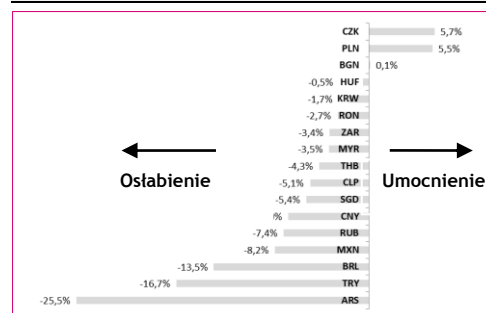
Miniony rok był niezwykle udanym okresem dla złotego. Polska waluta wyraźnie zyskiwała na wartości w relacji do euro, dolara, czy franka szwajcarskiego stając się - obok czeskiej korony - najlepiej radzącą sobie walutą emerging markets w 2017 roku. Kurs EUR/PLN spadł w 2017 roku o ponad 5%, lub 23 grosze, co jest największym rocznym umocnieniem od 2012 roku. Zdecydowanie bardziej spektakularne były zmiany pozostałych par złotych, gdzie nominalna zniżka wyniosła 17,3% w przypadku USD/PLN i była największa od 2004 roku oraz 13,4% dla CHF/PLN tj. historycznie procentowy największy roczny spadek tej pary. Źródłem umocnienia polskiej waluty były przede wszystkim poprawiające się z każdym kwartałem wyniki krajowej gospodarki oraz przyspieszająca inflacja CPI, która zwiększała presję na Radę Polityki Pieniężnej, by ta w 2018 roku zdecydowała o podwyżce stóp procentowych. Nie bez znaczenia był ponadto pozytywny dla bardziej ryzykownych aktywów sentyment inwestycyjny na świecie. To co odróżniało miniony rok od poprzednich lat to fakt, iż niejednokrotnie zmiany wartości złotego, korony i forinta nie były zgodne kierunkowo. W przeszłości dodatnia korelacja pomiędzy walutami CEE była silna. W 2017 roku natomiast transakcje koszykowych tj. obejmujących jednocześnie angażowanie się w PLN, HUF i CZK, było zdecydowanie mniej z uwagi na czynniki lokalne, w szczególności odmienne postawy banków centralnych w poszczególnych krajach. W Czechach doszło do pierwszych w regionie podwyżek stóp procentowych, na Węgrzech bank niestandardowymi narzędziami łagodził politykę pieniężną, a Narodowy Bank Polski przyjął pozycję wyczekującą. Dodatnia korelacja pomiędzy walutami regionu powróciła na przełomie grudnia i stycznia tego roku wraz z silnym napływem kapitału spekulacyjnego, który utrzymuje się do chwili obecnej.

Wykres 14 Roczna zmiana kursu CHF/PLN [%]



Źródło: Macrobond

Wykres 15 Najgorzej i najlepiej radzące sobie waluty EM wobec EUR w 2017 roku



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Na gruncie analizy technicznej złamanie przez EUR/PLN poziomu 4,16 otworzyło złotemu drogę do dalszej aprecjacji

W 2018 roku spodziewamy się utrzymania bieżącej siły złotego w relacji do euro

Na gruncie analizy technicznej grudniowy ruch EUR/PLN i złamanie poziomu 4,16 otworzyło złotemu - w średnim terminie - drogę do dalszej aprecjacji w kierunku 4,1190 a nawet 4,0977 tj. odpowiednio poziomów z sierpnia i lipca 2015 roku. Tymczasowo jednak zakres umocnienia złotego uległ wyczerpaniu, po tym jak po blisko 2-tygodniowym okresie nieprzerwanych wzrostów wartości polskiej waluty wskaźniki RSI oraz MACD zaczęły wskazywać - niekiedy z silną dywergencją - na zbliżające się odwrócenie trendu. Obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w krótkim terminie wydaje się powrót EUR/PLN do poziomu 4,20.

W 2018 roku spodziewamy się utrzymania relatywnej siły złotego w relacji do euro, po niezwykle udanym minionym roku. W tym roku nie spodziewamy się co prawda tak silnej aprecjacji jak w ostatnich 12 miesiącach, w szczególności, iż grudniowa zniżka kursu EUR/PLN - prawdopodobnie dodatkowo motywowana działaniami BGK - w znaczący sposób ograniczyła aprecjacyjny potencjał polskiej waluty. Nie widzimy jednak jednoznacznych podstaw do wyraźnego osłabienia złotego. Przez większość roku kurs EUR/PLN powinien pozostawać skupiony wokół poziomu 4,19, który w naszej ocenie dobrze odzwierciedla bilans szans i zagrożeń dla złotego w średnim terminie. Uważamy, iż optymistyczne wejście złotego w 2018 rok to wynik informacji z końca ubiegłego roku, w tym rewizji w górę prognoz dotyczących koniunktury zarówno w Polsce, jak i strefie euro. W tym roku trudno będzie natomiast o wygenerowanie kolejnej pozytywnej niespodzianki w tym zakresie. Podobnie w przypadku podwyżek stóp procentowych. O ile ubiegły rok był czasem stopniowego dyskontowania zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP w 2018 roku, o tyle - jak pokazało

Makro i rynek

raport miesięczny

W 2017 roku notowania SPW były najstabilniejsze od siedmiu lat

Tabela 3. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2017 i 2018

I 2017			I 2018	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
05.01.17	OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727	6,00		
09.01.17	Bony skarbowe	2,025		
23.01.17			OK0419, PS0422, WZ1122, WZ0126, DS0727	9,03
04.01.18			OK0720, WZ1122, PS0123, WS0428, WZ0528	6,0
26.01.18			OK0720, WZ1122, PS0123, WS0428, WZ0528	

Źródło: MinFin

W 2018 roku presja z rynków bazowych powinna negatywnie wpływać na wycenę SPW

Millennium
bank

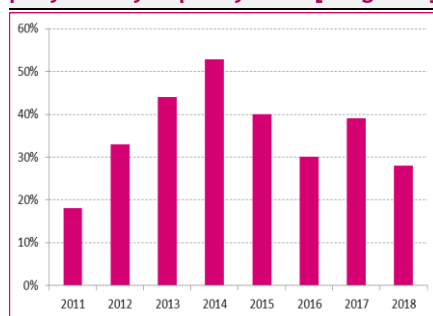
styczniowe posiedzenie Rady - ryzyko dla takiego scenariusza wyraźnie wzrosło. Podstawowym ryzykiem zewnętrznym natomiast w 2018 roku dla złotego będzie geopolityka - marcowe wybory parlamentarne we Włoszech, wejście procedury brexitu w decydującą fazę, czy decyzje administracji D.Trumpa między innymi w kwestii Korei Północnej. Będą to jednak wydarzenia, które w naszej ocenie wpływać będą w największym stopniu na pozostałe pary złotowe tj. USD/PLN i CHF/PLN aniżeli EUR/PLN. Dopuszczamy również możliwość przejściowej zniżki kursu EUR/PLN do poziomu 4,08. Wymagać to jednak będzie kumulacji pozytywnych czynników krajowych (szybsze niż wyceniane przez rynek podwyżki stóp procentowych, ustąpienie napięcia na linii Warszawa-Bruksela, czy zmiana co najmniej perspektywy ratingu Polski) i globalnych (nasilenie okresu prosperity w światowej gospodarce).

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Ubiegły rok na krajowym rynku średnio i długoterminowego długu można podzielić na trzy okresy. Początek 2017 roku to - trwający dwa miesiące - okres wzrostu dochodowości obligacji wzdłuż całej krzywej. Następnie do połowy roku 2017 roku trwała zniżka dochodowości, po której nadszedł najdłuższy, bo półroczny, okres stabilizacji rentowności SPW. W 2017 roku w przypadku 10-letniego benchmarku dochodowość najdłużej, bo blisko 7 miesięcy utrzymywała się w przedziale 3,10 - 3,50%. Wskazuje to na wyraźne uspokojenie notowań w stosunku do sytuacji z drugiej połowy 2016 roku, gdy amplituda wahań wynosiła ponad 1 pkt. proc. W przypadku 5-latki przedział był jeszcze węższy, bo rentowność w drugim półroczu utrzymywała się w przedziale 2,50-2,75%. Warto zauważyć, iż tak długie okresy niewielkiej zmienności wspomnianych benchmarków należą do rzadkości. Ostatni raz miały miejsce w 2010 roku. W przypadku krótkiego końca krzywej natomiast jedynie pierwszy i ostatni miesiąc 2017 roku można uznać za okresy wzrostu dochodowości. Wszystkie pozostałe natomiast to czas stopniowego wzrostu cen z uwagi na stabilność kosztu pieniądza oraz utrzymujące się zainteresowanie krótkim końcem krzywej wśród banków komercyjnych.

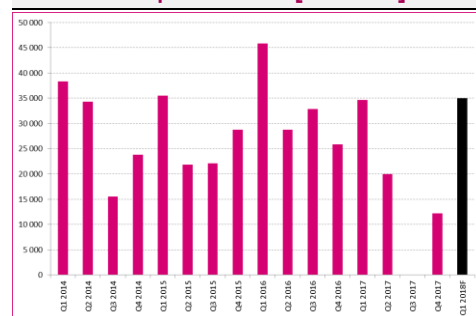
W naszej ocenie apetyt na krajowy dług powinien się utrzymywać, w szczególności na początku 2018 roku, a pierwszy w tym roku przetarg przyniósł potwierdzenie tych przypuszczeń. Wykazał on duże zainteresowanie krajowym długiem. Na początku stycznia Ministerstwo Finansów sprzedało bowiem obligacje OK0720, WZ1122, PS0123, WS0428 oraz WZ0528 za 5 mld PLN przy popycie 11,5 mld PLN. Wobec wysokiego zainteresowania inwestorów zdecydowano o zorganizowaniu przetargu uzupełniającego, na którym pozyskano dodatkowy 1 mld PLN. Ceny przyjętych ofert zakupu na przetargu były wyższe niż na rynku wtórnym, co skutkowało zniżką dochodowości po sprzedaży. Niezaspokojenie dużego popytu odbijało się także na wycenie SPW w kolejnych dniach. Nie bez znaczenia była także nieco silniejsza od konsensusu zniżka inflacji CPI, która czasowo zwiększyła komfort członków Rady Polityki Pieniężnej optujących za stabilizacją stóp procentowych. Ta oddziaływała najsilniej na krótki koniec krzywej. Obniżeniu uległy także notowania kontraktów IRS.

Wykres 16 Finansowanie potrzeb pożyczkowych po styczniu [% ogółem]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wykres 17 Sprzedaż krajowych SPW po kwartałach i plan MinFin [mln PLN]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Na przełomie pierwszego i drugiego kwartału sytuacja powinna się jednak stopniowo zmieniać. Spośród czynników krajowych w kierunku wyższych rentowności oddziaływać będzie wyraźne zwiększenie podaży obligacji w stosunku do poprzednich kwartałów. Presja na spadek cen pochodzić będzie ponadto z rynków bazowych, głównie rynku

Makro i rynek

raport miesięczny

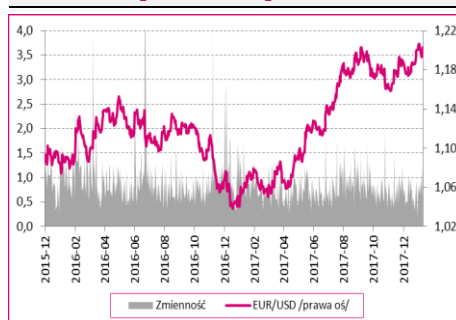
amerykańskiego. Związana ona będzie chociażby ze spodziewaną w tym roku najwyższą od ośmiu lat podażą amerykańskiego długu, a także z wciąż niedyskontowanym przez rynki scenariuszem Fed zakładającym trzy podwyżki kosztu pieniądza w tym roku. Dodatkowym argumentem przemawiającym za wzrostem krajowego długu w tym roku być może będzie stopniowa zmiana polityki pieniężnej Banku Japonii. W styczniu dość nieoczekiwanie BoJ zdecydował o ograniczeniu, choć nieznacznym, wartości skupowanych aktywów, czym przypomniał rynkom o trwającym na świecie procesie normalizacji polityki pieniężnej w największych bankach centralnych. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów - wyłączając banki centralne i rachunki zbiorcze - inwestorzy zagraniczni z Japonii są największymi udziałowcami w polskich obligacjach wśród nierezydentów. Co więcej, udział kapitału z Kraju Kwitnącej Wiśni wzrósł w listopadzie - ostatnim miesiącu dostępnych danych - do poziomu 17,7% tj. poziomu z czerwca 2016 roku, gdy był najwyższy w historii. Z kolei inwestorzy z Japonii i USA skupiają łącznie ponad 1/3 stanu posiadania SPW będących w posiadaniu nierezydentów. W tym kontekście niepokoić może trwający od czerwca ubiegłego roku odpływ inwestorów zagranicznych, którzy w pół roku zmniejszyli zaangażowanie w SPW o około 11 mld PLN. Skupiając się na czynnikach krajowych uważamy, iż sprzyjająca zacieśnianiu polityki pieniężnej sytuacja gospodarcza w Polsce, doprowadzi - prawdopodobnie w listopadzie - do podwyżki stóp procentowych, co powinno dopełnić presji na wzrost dochodowości SPW w tym roku. Jak jednak wskazują styczniowe, ostrożne wypowiedzi E.Gatnara - do niedawna jednego z największych zwolenników podwyżek stóp procentowych w 2018 roku - ryzyko dla takiego scenariusza wyraźnie wzrosło.

RYNKI ZAGRANICZNE

W grudniu optymizm co do wartości euro zapewniały dobre dane makroekonomiczne

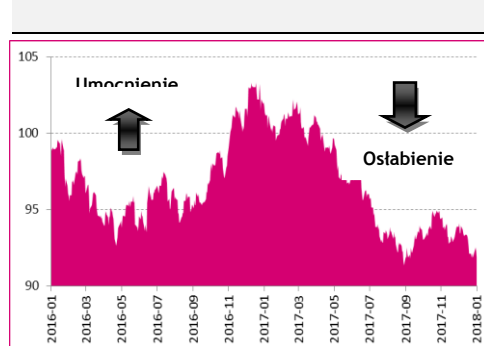
Grudniowe notowania eurodolara miały dwie, odmienne odstony. Początkowo kurs EUR/USD obniżył się o około dwa centy z poziomu 1,19 głównie z uwagi na rosnące przekonanie rynku o kolejnej podwyżce stóp procentowych w 2017 roku oraz ofensywie administracji D.Trumpa w kwestii procedowania ustawy podatkowej. W drugiej połowie ubiegłego miesiąca eurodolar zaczął odrabiać straty, by pod koniec roku osiągnąć najwyższy od 4 miesięcy poziom 1,2028. Optymizm co do wartości euro zapewniały dobre dane makroekonomiczne. Solidne fundamenty gospodarki strefy euro coraz częściej stają się przedmiotem spekulacji, iż Europejski Bank Centralny zdecyduje się w tym roku na całkowite wygaszenie programu skupu aktywów, jako wstęp do podwyżek stóp procentowych prawdopodobnie w 2019 roku. W taką narrację wpisywała się niedawna wypowiedź członka zarządu Europejskiego Banku Centralnego odpowiedzialnego za operacje rynkowe banku. Benoit Coeure stwierdził, iż widzi "istotną szansę", że skup obligacji nie będzie przedłużony poza wrzesień. Miniony miesiąc to także wyznaczenie przez kurs EUR/CHF najwyższego od blisko trzech lat poziomu 1,1776. Spora w tym zasługa banku centralnego Szwajcarii, który w grudniu nieznacznie zmodyfikował stanowisko w sprawie franka w stosunku do wcześniejszego tj. wrześniowego posiedzenia. Obecnie SNB uznaje franka za mniej przewartościowanego niż dotychczas (we wrześniu wartość franka określano jako „significant overvaluation of the currency”), ale wciąż waluta Szwajcarii pozostaje przewartościowana („remains highly valued”).

Wykres 18 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Datastream

Wykres 19 Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Datastream

Makro i rynek

raport miesięczny

W naszej ocenie wzrost eurodolara powyżej poziomu 1,20 zawiera zbyt dużą ilość pozytywnych dla euro czynników

Uważamy, że powróci historyczna korelacja, gdy momenty wzrostu awersji do ryzyka będą również okresami przewagi dolara nad wycenę euro

Podstawowym ryzykiem dla powyższej prognozy jest ewentualna zmiana nastawienia EBC w komunikatach

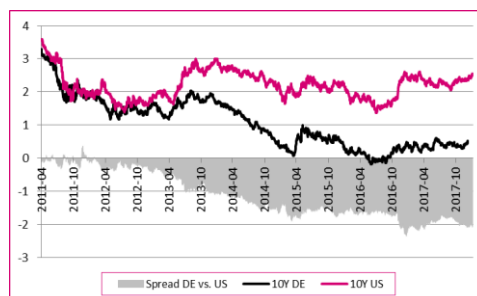
Różnica w dochodowości 10-latk i 2-latk USA wynosi obecnie zaledwie 55 bps

W naszej ocenie wzrost eurodolara powyżej poziomu 1,21 wycenia już dużą ilość pozytywnych dla euro czynników, przy jednoczesnym pomijaniu zagrożeń dla europejskiej waluty oraz argumentów prodolarowych. Uważamy, iż wzrost EUR/USD z przełomu 2017 i 2018 roku jest głównie wynikiem - przedwczesnego w naszej ocenie - dyskontowania przez rynki scenariusza normalizacji polityki pieniężnej w EMU. O ile w świetle bieżących danych, ale i wypowiedzi przedstawicieli EBC, jest coraz bardziej prawdopodobne, iż program skupu aktywów w strefie euro zakończy się we wrześniu, to spekulacje na temat tegorocznej podwyżki stóp procentowych są w naszej ocenie nieuzasadnione. Nie oznacza to jednak, że spodziewamy się wyraźnej korekty w notowaniach eurodolara. Stopniowa zmiana narracji ECB będzie bowiem postępować, podobnie jak i mogą poprawiać się - choć z ograniczonym potencjałem - wyniki gospodarcze eurolandu. W naszej ocenie rynek jednak większą uwagę przypisywać będzie pomijanym dotąd wydarzeniom z USA. O ile kwestia podwyżek stóp procentowych w 2018 roku może jedynie w niewielkim stopniu premiować dolara z uwagi niemal pełne zdyskontowanie przez rynek scenariusza Fed, to poluzowanie fiskalne, jakie za sprawą reformy podatkowej ma miejsce w USA, może pozytywnie wpłynąć na amerykańską koniunkturę, a pośrednio dolara, silniej niż pierwotne ostrożne szacunki.

W czwartym kwartale ubiegłego roku rynek eurodolara nie reagował ponadto na epizody podwyższonej awersji do ryzyka w związku z sytuacją w Korei Północnej, Iranie, Izraelu. W naszej ocenie globalne napięcie geopolityczne będzie natomiast jednym ze źródeł zmienności eurodolara w tym roku. Uważamy, że powróci historyczna korelacja, gdy momenty wzrostu awersji do ryzyka będą również okresami przewagi dolara nad wycenę euro. Do wymienionych wcześniej „punktów zapalnych” na świecie doliczyć należy ponadto dodatkowo europejskie problemy tj. marcowe wybory parlamentarne we Włoszech i ostateczne negocjacje w sprawie brexitu.

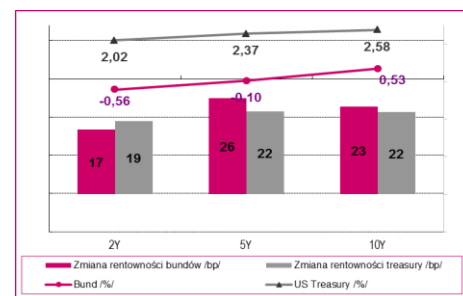
Podsumowując uważamy, iż potencjał do wzrostu notowań eurodolara na początku tego roku istnieje, choć jest mocno ograniczony. W kolejnych kwartałach natomiast liczymy się z umiarkowaną presją na spadek EUR/USD związaną głównie z czynnikami amerykańskimi. Podstawowym zaś ryzykiem dla takiej prognozy jest ewentualna zmiana nastawienia EBC w komunikatach, w szczególności wykreślenie słowa „well” ze sformułowania „well past” odnoszącego się do terminu rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych przez bank po zakończeniu programu QE. Uważamy, iż gdyby do takiej modyfikacji miało dojść już w pierwszym półroczu, to byłby to wyraźny sygnał do wzrostu wartości euro wobec głównych walut. Jak wskazał opis z grudniowego posiedzenia EBC taki scenariusz nie jest niemożliwy. Z minutes wynika bowiem, iż stopniowa zmiana forwad guidance banku będzie konieczna, być może już na początku 2018 roku, jeżeli gospodarka będzie rozwijać się zgodnie z przewidywaniami, a inflacja zmierzać do celu. To sprawia, iż każdorazowo dane o inflacji w strefie euro będą uważnie obserwowane przez rynek.

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



Źródło: Datastream

Wykres 21 Miesięczna zmiana dochodowości długu USA i Niemiec [bps]



Źródło: Datastream

Ubiegły rok w wykonaniu Bunda to okres permanentnej stabilizacji rentowności wokół poziomu 0,40% z maksymalnie 20 bps odchyleniem w obie strony. Niewielkie wahania zapewniała przede wszystkim klarowna perspektywa niskich stóp procentowych w strefie euro, połączona z comiesięcznymi zakupami europejskiego długu, przy jednoczesnym stopniowo nasilającym się ożywieniu w gospodarce strefy euro, które tworzyło łagodną presję na wzrost dochodowości. Zbliżony przebieg, choć przy innej argumentacji i nieco większej amplitudzie, miały także notowania 10-latk USA. Długi

Makro i rynek

raport miesięczny

Wyzwaniem stojącym przed amerykańskim długiem jest jego wysoka podaż w 2018 roku

koniec krzywej amerykańskiej poruszał się w 2017 roku w przedziale 2,00 -2,60% (przy około 130 bps zmienności w 2016 roku). W minionym roku zdecydowanie ciekawszy przebieg miały notowania obligacji USA o 2-letnim terminie zapadalności, które tylko w ostatnich czterech miesiącach 2017 roku wzrosły aż o 65 bps do 10-letniego maksimum na poziomie 1,92% z uwagi na kontynuację procesu zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed. Z tego powodu amerykańska krzywa rozpoczęła 2018 rok od największego wypłaszczenia od 2007 roku. Różnica w dochodowości 10-latk i 2-latk USA wynosi obecnie zaledwie 55 bps.

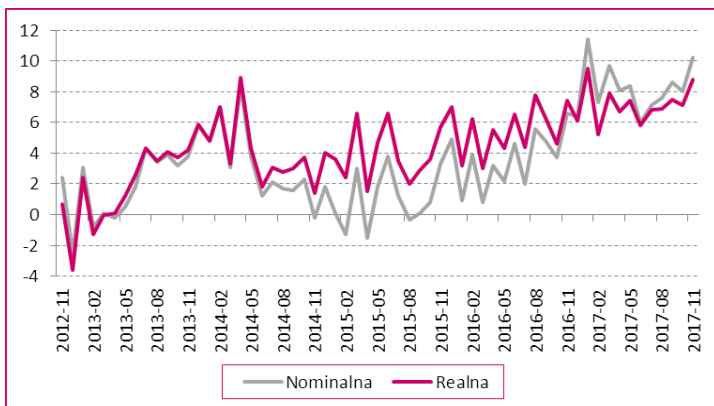
W 2018 roku największym wyzwaniem stojącym przed amerykańskim długiem - obok scenariusza trzech kolejnych podwyżek stóp procentowych w USA - jest jego wysoka podaż. Jak wynika z szacunków banku JP Morgan sprzedaż długu rządu amerykańskiego niemal podwoi się w tym roku i będzie największa od 2010. Co więcej wzrost podaży obligacji może okazać się kłopotliwy przy jednoczesnym ograniczaniu bilansu Fed oraz spekulacjach, iż Chiny zamierzają zmniejszyć zakupy amerykańskiego długu. Wszystko to doprowadzić może do znaczącego wzrostu rentowności Treasuries w nadchodzących kwartałach. Taki pogląd Departament Skarbu USA oficjalnie wyrażał już w listopadzie ubiegłego roku przyznając, że potrzeby pożyczkowe wzrosną między innymi z uwagi na redukcję bilansu Rezerwy Federalnej przy jednoczesnym zwiększaniu deficytu budżetowego mogą skutkować wyższymi kosztami obsługi długu. W naszej ocenie także w przypadku niemieckich obligacji należy liczyć się ze wzrostem rentowności w tym roku, choć w zdecydowanie mniejszej skali z uwagi na wciąż łagodną politykę Europejskiego Banku Centralnego. W rezultacie spodziewamy się, iż różnica dochodowości pomiędzy 10-latką USA i Niemiec wzrośnie do poziomów 230 bps tj. największego poziomu od lat 90.

Makro i rynek

raport miesięczny

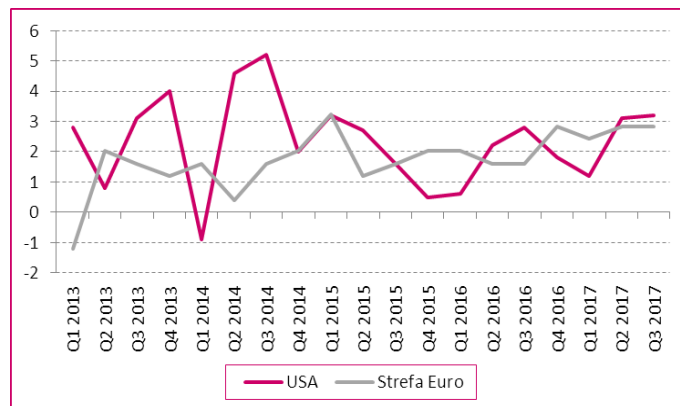
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Sprzedaż detaliczna w Polsce [% r/r]



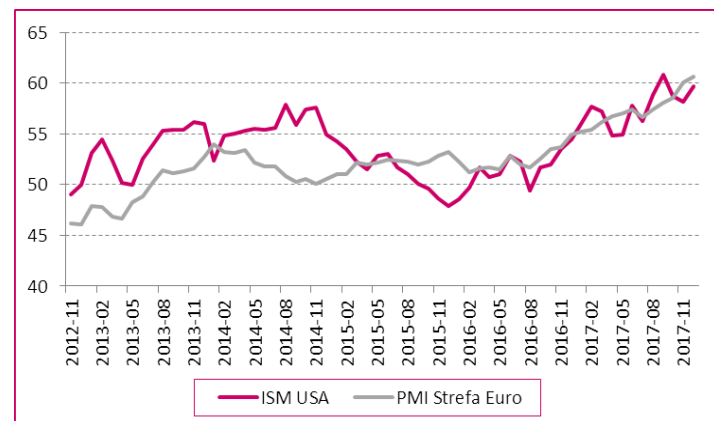
Źródło: Datastream

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



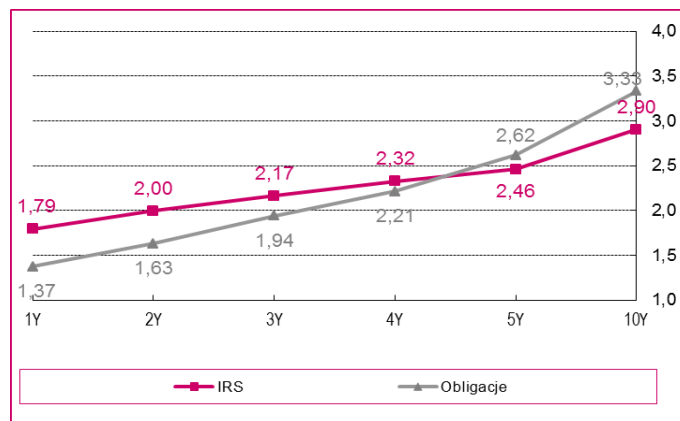
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



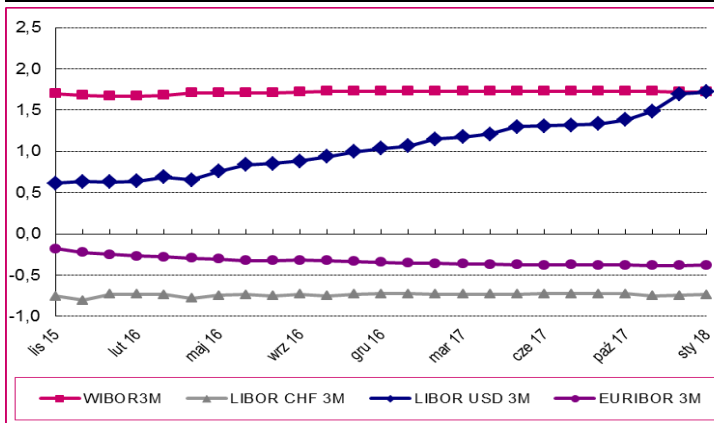
Źródło: Datastream

Wykres 25 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



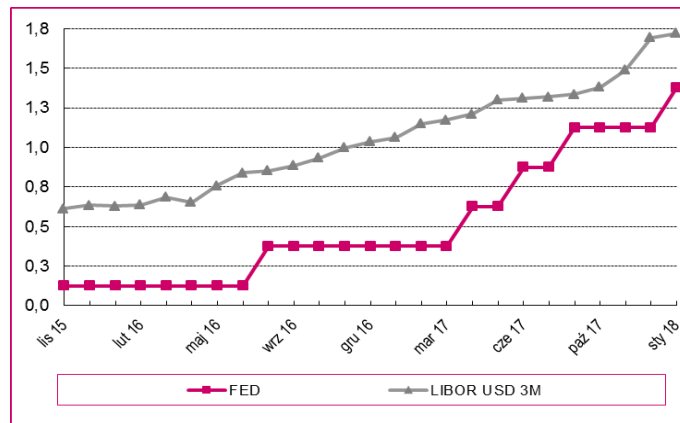
Źródło: Reuters

Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR CHF, LIBOR USD, EURIBOR [%]



Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18
Inflacja- CPI (% r/r)	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	2,0
Inflacja bazowa (% r/r)	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0
Ceny producenta - PPI (% r/r)	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,9	0,7
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,7	6,3	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,2	4,6
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,6	9,2	4,4	6,2	8,7	4,2	12,3	9,1	1,6	5,4
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	6,7	7,4	5,8	6,8	6,9	7,5	7,1	8,8	7,8	7,2
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	350	-264	-892	-203	189	120	297	233	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,8	-	-
Import (EUR, % r/r)	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,9	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,9	6,7
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,5	3,9
Stopa bezrobocia (%)	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	7,0
Stopa referencyjna (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,65	1,66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,73
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,68
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,64
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,43	3,24	3,33	3,37	3,29	3,38	3,44	3,35	3,30	3,33
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,19
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,50
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,20

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
PKB (mld PLN)	1566,8	1629,4	1656,9	1719,8	1799,4	1858,6	1976,5	2097,1
PKB (wzrost realny, %)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,5	4,0
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,7	4,6
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,5
Inwestycje (wzrost realny, %)	8,8	-1,8	-1,1	10	6,1	-7,9	3,1	6,9
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	6,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,2	-1,0
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,3
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	3,1	1,4	1,1	0,5	0,2	0,0	0,9	2,1
Saldo sektora general government (% PKB)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-2,0
Stopa referencyjna (koniec okresu)	4,50	4,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,75
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	2,00
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,40	4,18	4,20
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	4,18	3,48	3,50

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

KALENDARIUM

Styczeń / Luty

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
15	16 GE: CPI	17 EZ: CPI, inflacja bazowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, Beżowa Księga Fed PL: płace, zatrudnienie	18 US: liczba pozwoleń na budowę, liczba nowych budów, liczba nowych bezrobotnych PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna	19 GE: PPI US: indeks uniwersytetu Michigan
22 US: Chicago Fed	23 PL: podaż pieniądza M3, stopa bezrobocia	24 GE: wstępny PMI w przemyśle i usługach EZ: wstępny PMI w przemyśle i usługach US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, wstępny PMI w przemyśle i usługach, sprzedaż domów na rynku wtórnym	25 GE: IFO EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych US: sprzedaż nowych domów, liczba nowych bezrobotnych	26 US: PKB, zamówienia na dobra trwałego użytku
29 US: dochody i wydatki prywatne, PCE, inflacja bazowa PCE	30 EZ: PKB GE: CPI US: indeks CaseShiller, indeks Conference Board	31 EZ: stopa bezrobocia, inflacja bazowa, szacunek inflacji US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP, sprzedaż domów na rynku wtórnym, decyzja w sprawie stóp procentowych	01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych US: indeks ISM	02 EZ: PPI US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku
05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna US: PMI w usługach	06 GE: zamówienia fabryczne US: bilans handlowy	07 GE: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA PL: stan rezerw NBP	08 GE: bilans handlowy US: liczba nowych bezrobotnych	09

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

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.