

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

| | |
|-------------------------------------|----|
| PRZEGLĄD GOSPODARCZY | 2 |
| POLITYKA PIENIĘŻNA | 6 |
| POLITYKA FISKALNA | 7 |
| KRAJOWY RYNEK WALUTOWY | 8 |
| KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ... | 9 |
| RYNKI ZAGRANICZNE | 10 |
| PRZEGLĄD DANYCH | 12 |
| DANE I PROGNOZY | 13 |
| KALENDARIUM | 14 |

14 lutego 2018

Podsumowanie miesiąca

- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem Głównego Urzędu Statystycznego wzrost Produktu Krajowego Brutto przyspieszył z 2,9% w 2016 r. do poziomu 4,6% w 2017 r. Jest to najwyższa wartość od 2011 r., a zarazem drugim najwyższym odczytem po wybuchu globalnego kryzysu gospodarczego na przełomie 2007 i 2008 r. W samym 4Q 2017 PKB wzrósł natomiast o 5,1% r/r wobec 4,9% r/r w kwartale poprzedzającym. Nieznacznie wyhamowała natomiast dynamika PKB w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu, która wyniosła 1,0% kw/kw po wzroście o 1,2% kw/kw w 3Q 2017. Głównym motorem wzrostu w 2017 r. pozostała konsumpcja prywatna, która zwiększyła się w tym okresie o 4,8%. Rosnące dochody gospodarstw domowych, transfery rodzinno-wychowawcze (program Rodzina 500+), rekordowo niskie bezrobocie i poprawiające się nastroje konsumentów, ale też rekordowo niskie stopy procentowe sprzyjały zwiększaniu wydatków konsumpcyjnych. Natomiast nakłady inwestycyjne w środki trwałe, po spadku o 7,9% w 2016 r., wzrosły w tym roku o 5,4%, jednak przez większość roku dynamika inwestycji kształtowała się na niskim poziomie. Roczna dane o rachunkach narodowych wskazują, że w ostatnim kwartale ub. roku inwestycje jednak mocno przyspieszyły. W 2018 roku koniunktura w polskiej gospodarce pozostanie bardzo dobra, choć w naszej ocenie dynamika PKB nieznacznie wyhamuje. Zmienić się powinna nieco struktura wzrostu gospodarczego, która zapewne będzie bardziej zbliżona do szacunków na 4Q 2017. Wzrost gospodarczy w głównej mierze napędzany będzie nadal przez popyt konsumpcyjny, jednak po wyraźnym odbiciu w końcu ub. roku również inwestycje powinny mieć większy wkład do rocznej dynamiki PKB niż w ub. roku. Wpłynie to, na zwiększenie popytu importowego, przez co eksport netto będzie miał najpewniej ujemną kontrybucję do wzrostu gospodarczego w tym roku.
- Po umiarkowanym przez większą część roku wzroście płac, narastające napięcia na rynku pracy przełożyły się na istotne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w 4Q 2017 r. w gospodarce narodowej. Wyniosła ona 7,1% r/r wobec 4,9% r/r w kwartale poprzedzającym i była najwyższa od ponad 9 lat. Statystyki te, obejmujące obok sektora przedsiębiorstw (tzn. podmioty powyżej 9 osób zatrudnionych) stanowiącego ok. 60% funduszu wynagrodzeń także m.in. usługi nierynkowe oraz mikropodmioty wskazują na coraz szerszy zasięg presji płacowej.
- Mimo, iż koniec ubiegłego roku za sprawą aktywności Banku Gospodarstwa Krajowego na nieptłynnym, bo poświąteczno-norocznym rynku przyniósł wyraźny spadek kursu EUR/PLN, to w styczniu aprecjacja złotego była kontynuowana. Źródłem aprecjacji polskiej waluty był pozytywny sentyment inwestycyjny motywowany między innymi optymizmem prezesa Europejskiego Banku Centralnego, który na konferencji podsumowującej styczniowe posiedzenie banku stwierdził, iż gospodarka strefy euro rozwija się szybciej niż się spodziewano, a ryzyka dla jej perspektyw są w większości zbilansowane. W rezultacie pod koniec minionego miesiąca notowania obniżyły się do poziomu 4,1294 tj. minimum z sierpnia 2015 roku. Siła złotego w połączeniu ze zwyczajną eurodolara skutkowałą spadkiem kursu USD/PLN do poziomu 3,3069 czyli minimum z października 2014 roku.

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

| | Aktualny poziom | Data kolejnego posiedzenia | Oczekiwana decyzja |
|--------------------------------------|-------------------------|----------------------------|-------------------------|
| FED - Federal Funds Rate | 1,25%-1,50% | 20-21 mar | 1,50%-1,75% |
| 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% | 8 mar | 0,00% |
| NBP - stopa referencyjna | 1,50% | 6-7 mar | 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. Zgodnie ze wstępnym szacunkiem Głównego Urzędu Statystycznego wzrost Produktu Krajowego Brutto przyspieszył z 2,9% w 2016 r. do 4,6%, co jest najwyższą wartością od 2011 r., a zarazem drugim najwyższym odczytem po wybuchu globalnego kryzysu gospodarczego na przełomie 2007 i 2008 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%. Natomiast według szybkiego szacunku GUS wzrost gospodarczy w 4Q 2017 przyspieszył do 5,1% r/r z 4,9% r/r w 3Q 2017. Nieznacznie wyhamowała natomiast dynamika PKB w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu, która wyniosła 1,0% kw/kw po wzroście o 1,2% kw/kw w 3Q 2017. Odnotowane w 4Q2017 tempo wzrostu potwierdza bardzo dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce w końcu ub. roku.

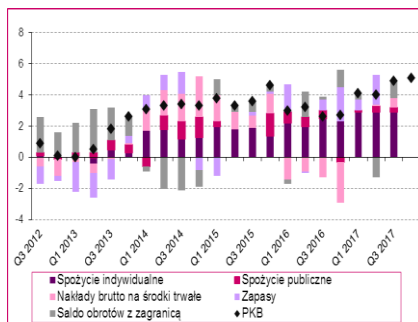
Konsumpcja głównym motorem gospodarki w 2017 r...

Głównym motorem wzrostu w 2017 r. pozostała konsumpcja prywatna, która zwiększyła się w tym okresie o 4,8% wobec wzrostu o 3,9% w 2016r. Rosnące dochody gospodarstw domowych, transfery rodzinno-wychowawcze (program Rodzina 500+) rekordowo niskie bezrobocie i poprawiające się nastroje konsumentów, ale też rekordowo niskie stopy procentowe sprzyjały zwiększaniu wydatków konsumpcyjnych. Implikowany z danych rocznych szacunek dynamiki konsumpcji w 4Q 2017 jest zbliżony do odczytu wzrostu w całym ubiegłym roku.

...a także w 2018

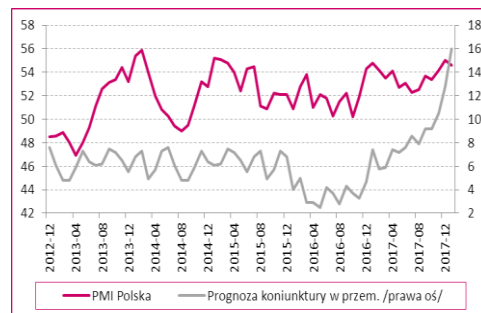
Na podstawie dostępnych danych szacujemy, że dynamika spożycia indywidualnego w ujęciu realnym wyniosła w 4Q 2017 r. 4,8% r/r. W kolejnych kwartałach kategoria ta powinna kształtować się na zbliżonych poziomach, a ewentualne wyhamowanie spożycia indywidualnego będzie nieznaczne. Szybkemu wzrostowi konsumpcji sprzyjać będzie dalsza poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych, a także bardzo dobre nastroje konsumentów. W styczniu tego roku bieżący oraz wyprzedzający wskaźnik koniunktury konsumenckiej ukształtowały się na historycznie wysokich poziomach. Jest to sygnałem, że zarówno w najbliższych miesiącach jak i w dalszej przyszłości gospodarstwa domowe będą nadal w szybkim tempie zwiększały swój popyt. Za oczekiwaną trwałością wysokiej aktywności konsumpcyjnej w tym roku przemawia także wskaźnik prognozy dokonywania ważnych zakupów, który utrzymuje się na początku roku na wysokich poziomach. Jednocześnie inflacja nie powinna uszczuplić siły nabywczej gospodarstw domowych w istotnym stopniu.

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



Źródło: Macrobond

Wykres 2 Indeks PMI i wskaźnik koniunktury GUS w przemyśle (sa) [pkt.]



Źródło: Macrobond, GUS

Inwestycje odbiły, ale przez większą część 2017 r. ich dynamika pozostawała niska...

Po spadku o 7,9% w 2016 r., nakłady inwestycyjne w środki trwałe wzrosły w tym roku o 5,4%, jednak przez większość roku dynamika inwestycji kształtowała się na niskim poziomie. Odbudowa inwestycji w ub. roku wiązała się przede wszystkim ze wzrostem inwestycji budowlanych, co widoczne było także w dynamicznym wzroście wartości dodanej w budownictwie. Złożyło się na to ożywienie budownictwa mieszkaniowego, a także wzrost inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków unijnych. 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

Makro i rynek

raport miesięczny

...ale w 4Q 2017 wyraźnie wzrosła

1,7% r/r. Natomiast inwestycje w maszyny i urządzenia wzrosły w 3Q o tylko 0,6% r/r w ujęciu nominalnym. Wskazuje to, iż przedsiębiorstwa pozostawały przez większą część roku ostrożne w kontekście rozpoczynania projektów inwestycyjnych, na co mogła mieć wpływ wysoka niepewność (prawno-instytucjonalna, w tym także w zakresie prawa podatkowego), a także rosnące trudności z pozyskaniem pracowników.

Szybszy wzrost inwestycji w 2018 r.

Roczna dane o rachunkach narodowych wskazują, że w ostatnim kwartale ub. roku inwestycje jednak mocno przyspieszyły. Nasze szacunki wskazują, że wzrost nakładów na środki trwałe przekroczył w tym okresie 11,0% r/r. Dynamikę tej kategorii nadal napędzały inwestycje budowlane. Niewielki spadek średniego tempa wzrostu produkcji budowlano-montażowej między 3Q a 4Q 2017 z 19,5% r/r do 17,6% pozwala sądzić, że w ostatnim kwartale ub. roku po pewnym opóźnieniu odbiły również inwestycje w maszyny i urządzenia.

Wpływ salda obrotów z zagranicą bliski neutralnego w 2017 r...

Rok 2018 powinien być zatem lepszy dla inwestycji prywatnych, które z pewnym opóźnieniem dostosowują się do inwestycji samorządowych i publicznych. Co prawda, indeks PMI obrazujący koniunkturę w polskim przemyśle nieznacznie obniżył się w styczniu z 55,0 pkt. do 54,6 pkt., jednak jego wartość utrzymuje się wyraźnie powyżej 50 pkt. wskazując na ożywienie aktywności w tym sektorze. Ponadto wyniki badania PMI sygnalizują ograniczone moce wytwórcze, co wobec szybkiego wzrostu zamówień, sugerować może zwiększenie w nadchodzącym okresie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Jest to zgodne z badaniem PMI sprzed miesiąca, które wskazywało, że uzasadnieniem pozytywnych nastrojów w przemyśle są inwestycje w bardziej wydajny sprzęt. Jednocześnie na bardzo wysokich poziomach znajdują się wskaźniki oczekiwanej koniunktury w przemyśle oraz budownictwie, co także przemawia za oczekiwanym przyspieszeniem odbudowy środków trwałych. Podobnie wnioski płyną z badania przedsiębiorstw prowadzonego przez NBP, które potwierdzają, że w tym roku większy odsetek firm planuje podjęcie nowych inwestycji. Wyniki powyższych badań, wraz z szacowanym wzrostem inwestycji w 4Q 2017 oraz prognozami wzrostu gospodarczego w kraju i za granicą, pozwalają sądzić, iż w tym roku ożywienie inwestycji będzie miało większą skalę niż w ub. roku.

...choć negatywnie zaskoczyła dynamika eksportu w grudniu

Wsparciem dla polskiej gospodarki w 2017 r. pozostawała koniunktura za granicą. Wzrost gospodarczy w Unii Europejskiej, która jest naszym głównym partnerem handlowym wyniósł w ub. roku 2,5% i był najszybszy od 10 lat, co sprzyjało zwiększeniu przez polskie przedsiębiorstwa eksportu. Jednocześnie przyrastał popyt importowy, któremu sprzyjała wysoka dynamika popytu krajowego. W efekcie salda obrotów z zagranicą miało bliki neutralnego wpływ na wzrost gospodarczy w 2017 r. - jego wkład do wzrostu PKB wyniósł 0,1 pkt. proc.

Korzystne perspektywy dla eksportu

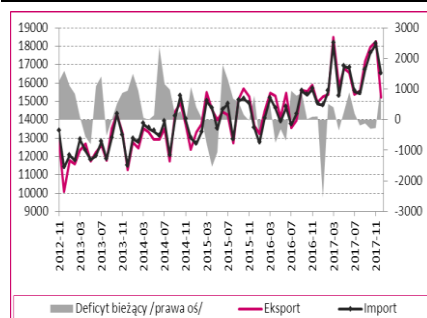
Niemniej jednak dane Narodowego Banku Polskiego wskazują, że bilans obrotów bieżących w grudniu ub. roku zamknął się zaskakująco wysokim deficytem wartości 1152 mln euro co, w głównej mierze było efektem silnego obniżenia się w grudniu wartości eksportu. Roczna dynamika tej kategorii obniżyła się licząc w euro z 14,9% r/r w listopadzie do 2,1% r/r. Wzrost importu również obniżył się, ale w mniejszym stopniu: do 10,9% r/r wobec 15,6% r/r przed miesiącem. Dane te wspierają naszą prognozę nieznacznie ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu gospodarczego w 4Q 2017. Warto nadmienić, iż pozostałe elementy rachunku C/A nie zaskoczyły. Utrzymuje się bowiem wysoka nadwyżka w handlu usługami a deficyt na rachunku dochodów pierwotnych pozostawał w grudniu stabilnym poziomie. Natomiast saldo rachunku kapitałowego silnie wzrosło w stosunku do listopada 2017 najprawdopodobniej ze względu na przyspieszenie pod koniec roku wpływu środków unijnych.

Oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach eksport powróci do solidnych wzrostów w związku z ożywieniem gospodarczym za granicą. Najnowsze prognozy Komisji Europejskiej wskazują, że wzrost gospodarczy w Unii Europejskiej będzie relatywnie wysoki i wyniesie 2,3%. To powinno utrzymać strumień zamówień eksportowych, co potwierdzają wyniki ankiety PMI z początku tego roku, która wskazywała na najszybszy od 3 lat wzrost zamówień, w tym zagranicznych. Ponadto wyrównany sezonowo wskaźnik GUS oczekiwanych zamówień krajowych i zagranicznych w przemyśle znacząco wzrósł w styczniu i kształtuje się na bardzo wysokim poziomie. Pomimo korzystnych perspektyw dla eksportu saldo obrotów z zagranicą będzie w tym roku, w przeciwieństwie do 2016 r., najprawdopodobniej obniżyło tempo wzrostu gospodarczego. Oczekiwany wzrost inwestycji, charakteryzujących się wysoką importochłonnością, wraz z szybko rosnącą konsumpcją będą oddziaływać bowiem na silniejszy wzrostu popytu importowego.

Kontynuacja ożywienia gospodarczego w Polsce w tym roku

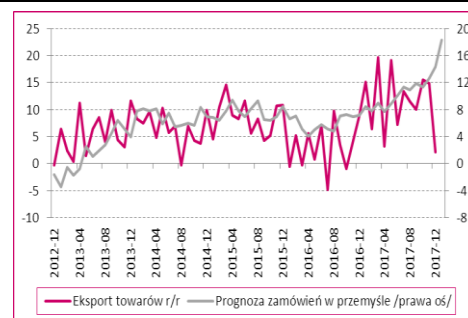
Niemniej w 2018 roku koniunktura w polskiej gospodarce pozostanie bardzo dobra, choć w naszej ocenie dynamika PKB nieznacznie wyhamuje. Zmienić się powinna nieco struktura wzrostu gospodarczego, która zapewne będzie zbliżona do szacunków na 4Q 2017. Wzrost gospodarczy w głównej mierze napędzany nadal przez popyt konsumpcyjny, jednak po wyraźnym odbiciu w końcu ub. roku również inwestycje powinny mieć większy wkład do rocznej dynamiki PKB. Na scenariusz wysokiej aktywności gospodarczej w tym roku wskazują także prognozy Komisji Europejskiej, które między listopadową a lutową rundą prognostyczną zostały zrewidowane w górę z 3,8% do 4,2%.

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



Źródło: Macrobond

Wykres 4 Eksport [% r/r] i prognoza zamówień w przemyśle (sa) [pkt.]



Źródło: Macrobond, GUS

Bardzo korzystna koniunktura na rynku pracy w 2017 r....

Rok 2017 był okresem bezprecedensowej poprawy na krajowym rynku pracy. Wysoka aktywność gospodarcza w kraju i za granicą przekładała się na wzrost popytu na pracę. W 2017 r. liczba etatów w sektorze przedsiębiorstw wzrosła o 266 tys., co jest najlepszym wynikiem od kiedy dostępne są porównywalne dane. Natomiast według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) liczba pracujących w całej gospodarce wzrosła w 3Q 2017 do 16,5 mln osób, a więc poziomu najwyższego w historii. Rosnące zatrudnienie przekładało się na stopniowy spadek stopy bezrobocia rejestrowanego, która w listopadzie 2017 r. obniżyła się do 6,5%, poziomu najniższego w historii. Rosnące zatrudnienie powodowało nasilenie problemów firm ze znalezieniem odpowiednich pracowników. Wyniki badania ankietowego Narodowego Banku Polskiego przeprowadzanego wśród przedsiębiorstw, wskazują ten czynnik jako jedną z największych barier ich rozwoju, w szczególności w przetwórstwie, transporcie i budownictwie.

...prawdopodobnie wydłuży się także na ten rok

W tym roku zatrudnienie będzie nadal wzrastało. Wyniki ankiety NBP a także komponent zatrudnienia styczniowego wskaźnika PMI wskazują na oczekiwany przez przedsiębiorstwa wzrost popytu na pracę w tym kwartale. Również w późniejszym okresie liczba pracujących będzie najprawdopodobniej rosła, co sygnalizują wskaźniki GUS prognozy zatrudnienia w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym kształtujące się na początku roku na wysokich poziomach. Jednak przy nasilających się ograniczeniach podaży pracy, dynamika zatrudnienia będzie się obniżać. W ślad za rosnącym zatrudnieniem spadać będzie stopa bezrobocia, choć zgodnie z szacunkami MRPiPS wzrosła ona w styczniu do 6,9%, jednak wynika to z realizacji obserwowanego w przeszłości wzorca sezonowości.

Presja płacowa narasta

Po umiarkowanym przez większą część roku wzroście płac, narastające napięcia na rynku pracy przełożyły się na istotne przyspieszenie w 4Q 2017 r. dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej. Wyniosła ona w 4Q 2017 7,1% r/r wobec 4,9% r/r w kwartale poprzedzającym i była najwyższa od ponad 9 lat. Natomiast w ujęciu realnym, tj. po uwzględnieniu zmian cen, dynamika wyniosła 4,8% r/r po wzroście o 3,0% w 3Q 2017. W całym ub. roku wzrost średniego wynagrodzenia w gospodarce narodowej był wyższy niż w 2016 r. Przyspieszył on z 3,7% w 2016 r. do 5,4%. Statystyki te obejmujące oprócz sektora przedsiębiorstw (tzn. podmioty powyżej 9 osób zatrudnionych) stanowiącego ok. 60% funduszu wynagrodzeń także m.in. usługi nierynkowe oraz mikropodmioty wskazują zatem na coraz szerszy zasięg narastającej presji płacowej.

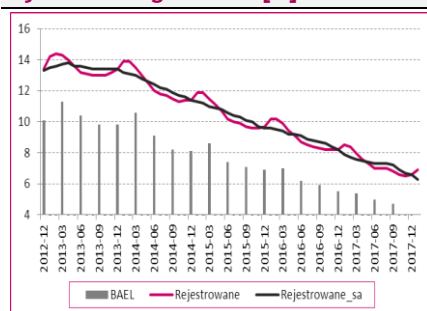
Sądzymy, że w nadchodzących kwartalach dynamika wynagrodzeń w gospodarce nadal będzie kształtowała się na podwyższonym poziomie. Scenariusz ten wspierają

Makro i rynek

raport miesięczny

narastające napięcia na rynku pracy, rekordowo niskie bezrobocie, oczekiwany wzrost gospodarczy w tym roku oraz rosnąca presja pracowników na podwyżki płac. Badanie NBP wskazuje, że blisko co trzecia ankietowana firma planuje podwyżki w najbliższych miesiącach. Ponadto wyższe prognozy płac odnotowano wśród przedsiębiorstw ze wszystkich branż, co potwierdza wyłaniający się z danych o wynagrodzeniach w 4Q 2017 szeroki zakres narastania presji płacowej w gospodarce. Napływ obcokrajowców powinien oddziaływać w kierunku częściowego jej rozładowania, choć oczekiwania płacowe imigrantów stopniowo wzrastają, stąd przestrzeń do ograniczenia wzrostu kosztów pracy z tego tytułu również stopniowo wyczerpuje się.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: Datastream

Wykres 6 Dynamika płac w gospodarce narodowej [% r/r]



Źródło: Macrobond

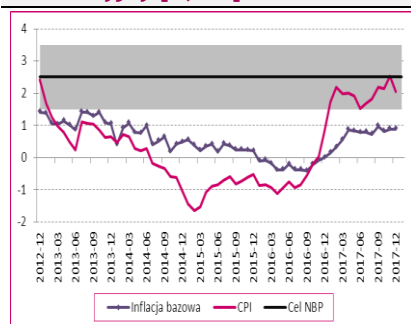
Spadek inflacji CPI w grudniu ub. roku po odczycie 2,5% r/r w listopadzie

W grudniu ub. roku, po osiągnięciu poziomu celu inflacyjnego 2,5% w listopadzie 2017, inflacja CPI obniżyła się do 2,1% r/r. Średnio w ubiegłym roku inflacja wyniosła 2,0% wobec deflacji na poziomie 0,6% w roku 2016. Obniżenie się inflacji CPI w końcu 2017 r. wynikało w największym stopniu ze statystycznego efektu wysokiej bazy cen żywności w grudniu 2016 r. W skali miesiąca wzrost cen wyniósł 0,2%, na co największy wpływ miały zwyżkujące ceny żywności, które wzrosły o 0,6%, jak również ceny usług, które wzrosły o 0,5%. Skalę inflacji w ujęciu miesięcznym ograniczały natomiast ceny odzieży i obuwia (o 1,4%). W kategorii żywności najsilniej drożało masło (o 31,0% r/r), owoce (o 8,0% r/r) oraz produkty z grupy „mleko, sery i jaja” (przeciętnie o 5,9% r/r). Nasiliła się także presja inflacyjna ze strony popytu, choć inflacja bazowa pozostała na relatywnie niskim poziomie. Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł w grudniu 1,0% r/r wobec 0,9% r/r w listopadzie.

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

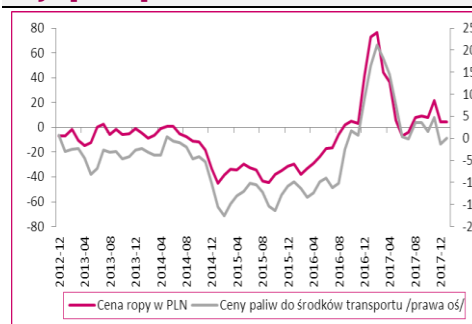
W tym roku wraz z rosnącymi kosztami pracy inflacja bazowa będzie stopniowo przyspieszać. Inflacja całego koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych, po przejściowym spadku w 1Q br., będzie również rosła. Efekt wysokiej bazy statystycznej obniży poziom indeksu w ostatnich miesiącach tego roku. Wzrost inflacji w tym roku w większym stopniu będzie efektem nasilającej się presji popytowej, podczas gdy ceny żywności i paliw powinny w mniejszym stopniu wpływać na wzrost cen.

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

Łagodna retoryka RPP na początku roku

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

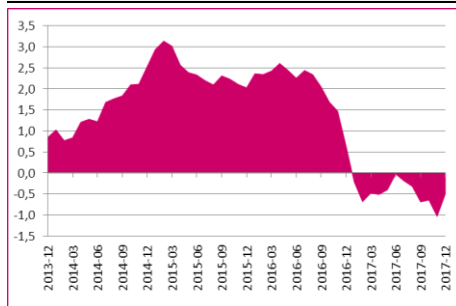
| | |
|----------------------|--|
| Adam Glapiński | „W świetle tej wiedzy, którą mamy w tej chwili, chciałbym, żeby stopy były stabilne do końca 2018 r., a jak pozwolą na to okoliczności, to i dalej”. (7.02.2018) |
| Grażyna Ancyparowicz | „Jeżeli nie pojawią się żadne sygnały, że mamy jakąś wybijającą akcję kredytową - a nic na to nie wskazuje (...) to jest bardzo prawdopodobne, że stopy procentowe przez cały rok będą na tym poziomie jak teraz.” (17.01.2018) |
| 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) |
| Lukasz Hardt | ”W mojej ocenie, prawdopodobieństwo (...) braku konieczności zmiany stóp procentowych do końca 2018 r., jest wyższe teraz niż kilka miesięcy temu”. (7.02.2018) |
| Jerzy Kropiwnicki | „Jeszcze przynajmniej przez rok nie wydaje mi się, żebyśmy byli w sytuacji, która pozwoli nam na podjęcie decyzji o podwyższeniu stóp procentowych”. (16.11.2017) |
| Eryk Łon | „(...) nie dostrzegam u siebie objawów myślenia o ewentualnej podwyżce stóp procentowych” (29.01.2018) |
| Jerzy Osiatyński | „Wydaje mi się, że oczekiwania inflacyjne kształtują się w sposób wskazujący, że polityka, którą prowadzimy jest bezpieczna.” (7.2.2018) |
| 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 | „Umocnienie złotego spowodowałoby gwałtowny spadek optacalności eksportu i w rezultacie popadnięcie w deficyt handlowy. Utrzymanie tej słabszej waluty jest korzystniejsze”. (29.01.2018) |

POLITYKA PIENIĘŻNA

Wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w lutym nie przyniósł niespodzianki. Parametry polityki pieniężnej nie uległy zmianie. Referencyjna stopa procentowa utrzymuje się zatem od trzech lat na historycznie niskim poziomie 1,5%.

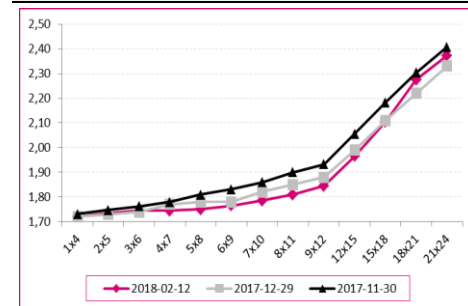
Zgodnie z oczekiwaniami wymowa komunikatu opublikowanym po posiedzeniu nie odbiegała w istotnym stopniu od prezentowanej w poprzednich miesiącach. W ocenie Rady w najbliższych kwartałach utrzyma się obecnie obserwowana korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, po czym w kolejnych kwartałach dynamika PKB nieco spowolni. Jednocześnie napływ nowych danych przemawia za oczekiwanym przez Radę utrzymaniem dynamiki cen konsumenta w pobliżu celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji tj. do końca 2019 r. Po raz kolejny wskazano zatem, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę ekonomiczną”.

Wykres 9 Stopa referencyjna realna [%]



Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

Wykres 10 Notowania kontraktów FRA [%]



Źródło: Datastream

Komunikat Rady oraz przebieg lutowej konferencji nie zmieniają naszych oczekiwań co do stabilizacji parametrów polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. Obecnie większość członków RPP czuje się komfortowo ze scenariuszem stabilnych stóp procentowych. Prezes NBP A. Glapiński podkreślił podczas konferencji, że do końca 2018 r. stopy procentowe „raczej” nie ulegną zmianie oraz „być może również na początku 2019 r.” Stwierdził również, że czynnikami, które mogłyby jednak wpłynąć na wcześniejsze podniesienie kosztu pieniądza to wyższa niż oczekiwano aktywność gospodarcza w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwłaszcza w Niemczech, oraz zacieśnianie polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Oceniał jednak, że oczekiwane w średnim okresie ożywienie gospodarcze w strefie euro i w Unii Europejskiej przy ustabilizowanej inflacji nie będzie skłaniało polskiego banku centralnego do podwyższenia kosztu pieniądza. Według A. Glapińskiego za wcześniejszym podwyższeniem stóp procentowych w Polsce przemawiałby również wzrost płac w krajowej gospodarce przewyższający poprawę wydajności pracy jednak „na razie nic takiego nie ma”. Zdanie prezesa podzielił J. Osiatyński, który zaznaczył jednocześnie, że dla niego istotnym czynnikiem wpływającym na politykę stabilizacji stóp procentowych byłby wzrost inwestycji przedsiębiorstw, który - zgodnie z komunikatem - prawdopodobnie miał miejsce w 4Q 2017. Ł. Hardt, oceniany jako jeden z najbardziej jastrzębich członków Rady, zgodził się ze swoimi przedmówcami zaznaczając, że „prawdopodobieństwo braku zmian stóp procentowych do końca tego roku jest teraz wyższe niż kilka miesięcy temu”.

Wobec komentarzy prezesa NBP oraz innych obecnych na konferencji członków RPP należy ocenić, że nastawienie rady stało się jeszcze bardziej gołębie niż poprzednio. Maleje zatem prawdopodobieństwo realizacji scenariusza podwyżek stóp procentowych w tym roku. Sądymy jednak, że wydłużający się okres ujemnych realnych stóp procentowych, w warunkach wzrostu gospodarczego wyraźnie powyżej potencjału, szybko rosnących płac, a także narastania presji inflacyjnej, wpłynąć będzie na stopniowe obniżenie komfortu członków Rady Polityki Pieniężnej opowiadających się dotychczas za stabilizacją kosztu pieniądza.

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

Silny wzrost wydatków budżetowych w grudniu ub. roku

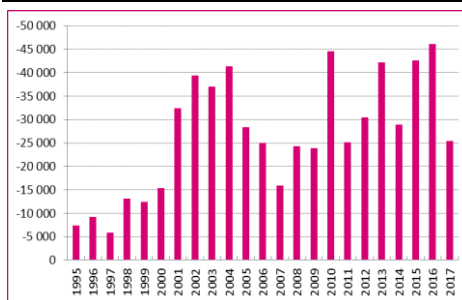
Brak ryzyka dla realizacji budżetu w tym roku

POLITYKA FISKALNA

Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy wyniósł w 2017 r. 25,4 mld zł. wobec 46,2 mld zł. w 2016 r. i był niższy od zaplanowanego w Ustawie Budżetowej o blisko 34,0 mld zł. Na wyraźnie lepszą od oczekiwań realizację budżetu centralnego w ub. roku złożyły się wyższe niż zakładano dochody budżetowe (o 7,7%) oraz mniejsze o 3,3% wydatki. Poprawę dochodów budżetowych znacząco wsparły przychody z podatku VAT, które w 2017 r. wzrosły o ponad 30 mld zł, tj. 23,9% r/r. Wyższe niż założono przychody uzyskano również z podatku od instytucji finansowych (tzw. podatek bankowy). Wyniosły one ponad 4,3 mld zł, tj. o 10,3% więcej niż oczekiwano. Jak wskazywaliśmy w poprzednich raportach dobra sytuacja budżetowa to efekt złożenia się kilku czynników - przesunięcia części zwrotów VAT na grudzień 2016 r., poprawiającej statystyki budżetu na początku 2017 r., a także uszczelnienia systemu podatkowego oraz zwiększenia efektywności podatkowej. Najbardziej ograniczono natomiast wydatki na Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, co jest powiązane z dobrą sytuacją dochodową gospodarstw domowych oraz niską stopą bezrobocia.

Dane Ministerstwa wskazują na bardzo silny wzrost wydatków budżetowych w grudniu ub. roku. Wyniósł on ponad 50 mld zł, co sugerować może zwiększenie wydatków bieżących (m.in. dotacja do FUS) i majątkowych budżetu państwa w grudniu ub. roku. Byłoby to spójne z szacunkami wyraźnego przyspieszenia wzrostu inwestycji w 4Q 2017. Jednocześnie nie przesunięto na grudzień 2017 r. części zwrotów podatku VAT za styczeń br., gdyż swoje wątpliwości do tej zmiany w ub. roku wyrażał Eurostat.

Wykres 11 Deficyt budżetowy w Polsce [mld PLN]



Źródło: Datastream, MinFin

Wykres 12 Deficyt sektora fin. pub. w Polsce [% PKB]

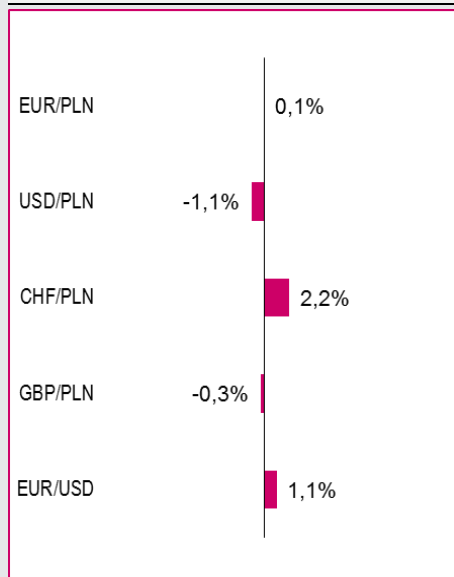


Datastream, MF, szacunki własne (e)

Na podstawie danych o wykonaniu budżetu w 2017 r. szacujemy, że deficyt sektora finansów publicznych wyniósł w 2017 r. 1,2% PKB, co byłoby najniższą wartością co najmniej od 1995 r. W tym roku sytuacja budżetowa będzie nadal dobra, choć deficyt budżetowy ukształtuje się na wyższym poziomie niż w 2017 r. Zgodnie z ustawą budżetową ma on wynieść 41,5 mld zł, przy dochodach wartości 355,7 mld zł i wydatkach 397,2 mld zł. Obecnie nie zarysowują się ryzyka dla jego przekroczenia. Obniżeniu deficytu budżetowego sprzyjać będzie ożywienie gospodarcze w tym roku. Bieżące dane oraz prognozy wskazują, że wzrost PKB w 2018 r. ukształtuje się na wyższym poziomie niż 3,8% założone w ustawie. Sądzymy zatem, że deficyt sektora finansów publicznych w stosunku do PKB najpewniej nie przekroczy 2,0%, będzie jednak nieco wyższy niż w roku ubiegłym. Warto zaznaczyć, że w innych gospodarkach dobra koniunktura będzie wykorzystana do osiągnięcia nadwyżki budżetowej. Komisja Europejska prognozuje, że w Niemczech, w Czechach oraz na Litwie w 2018 r. przychody sektora general government będą wyższe niż jego wydatki.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

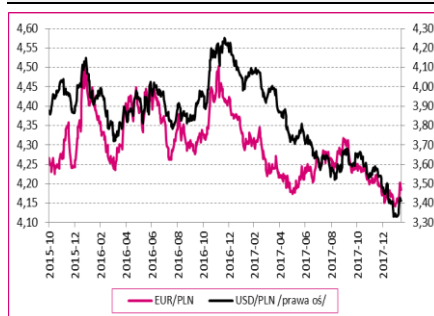
Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

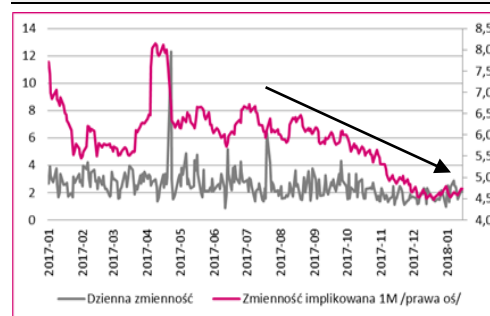
Mimo, iż koniec ubiegłego roku za sprawą aktywności Banku Gospodarstwa Krajowego na mało płynnym, bo poświęceniowo-noworocznym rynku przyniósł wyraźny spadek kursu EUR/PLN, to w styczniu aprecjacja złotego była kontynuowana. Źródłem umocnienia polskiej waluty był pozytywny sentyment inwestycyjny motywowany między innymi optymizmem prezesa Europejskiego Banku Centralnego, który na konferencji podsumowującej styczniowe posiedzenie banku stwierdził, iż gospodarka strefy euro rozwija się szybciej niż się spodziewano, a ryzyka dla jej perspektyw są w większości zbilansowane. W rezultacie pod koniec minionego miesiąca notowania EUR/PLN obniżyły się do poziomu 4,1294 tj. minimum z sierpnia 2015 roku. Siła złotego w połączeniu ze wzrostem eurodolara skutkowałą spadkiem kursu USD/PLN do poziomu 3,3069 czyli minimum z października 2014 roku. Odmienne zaś prezentowała się para CHF/PLN, która za sprawą silnego spadku kursu EUR/CHF, zwyżkowałą do poziomu 3,5939 czyli tegorocznego maksimum. Wpływu na wycenę złotego nie miały natomiast czynniki krajowe. Zgodnie z oczekiwaniami rekonstrukcja rządu M. Morawieckiego była neutralna dla wyceny polskich aktywów, gdyż nie zmieniała kierunku dotychczasowej polityki finansowej i gospodarczej rządu. Wpływu nie miało ponadto posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej i nieco bardziej łagodna w stosunku do poprzednich miesięcy retoryka wyrażona komentarzem prezesa NBP, iż stabilność stóp procentowych możliwa jest „przez dłuższy okres” tj. wykraczający ponad ten rok. W ubiegłym miesiącu na uwagę zasługiwały także - wspierane sytuacją na światowych rynkach akcji - notowania warszawskiej giełdy, gdzie indeks WIG osiągnął najwyższy poziom w historii, a WIG20 6,5-letnie maksimum. W pierwszych dniach lutego przez rynki globalne przetoczyła się jednak fala wyprzedzący, która sprowadziła indeks WIG20 niemal na półroczne minimum.

Wykres 14 Notowania EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Macrobond

Wykres 15 Zmienność notowań kursu EUR/PLN



Źródło: Macrobond, opracowanie własne

Notowania złotego są wyjątkowo odporne na zawirowania rynków globalnych

Ostatnie wydarzenia na rynkach globalnych tj. krótkotrwała, acz wyraźna ucieczka inwestorów z bardziej ryzykownych aktywów potwierdziła nasze przypuszczenia z poprzednich raportów, gdzie podkreślaliśmy, iż tegoroczne notowania złotego będą wyjątkowo odporne na możliwe zawirowania. W sytuacji, gdy przecena akcji na rozwiniętych rynkach przybierała rozmiary 5-procentowego spadku w ciągu jednego dnia, a niższa dochodowości obligacji krajów safe-haven była dwucyfrowa, polska waluta kontynuowała trend boczny pozostając niewrażliwa na rozprzestrzeniającą się awersję do ryzyka. Odbieramy to jako wyraz zaufania inwestorów do złotego i uprawdopodobnienie naszych przypuszczeń o sile polskiej waluty w tym roku. Trudno jednak oczekiwać, by po pozytywnym dla złotego ubiegłym roku - gdy polska waluta była obok czeskiej korony liderem wzrostu wartości względem euro spośród walut rynków wschodzących - w 2018 roku aprecjacja nadal była kontynuowana w takim zakresie. W naszej ocenie bardziej prawdopodobne jest natomiast „zakotwiczenie” kursu EUR/PLN na poziomie 4,18 z tendencją do niewielkich odchyień. Taki scenariusz potwierdza wykres implikowanej zmienności pary EUR/PLN, która w ostatnich miesiącach uległa znaczącemu ograniczeniu.

Dopuszczamy możliwość przejściowego spadku kursu EUR/PLN do poziomu 4,08

W przypadku odchyień od wskazywanego przez nas poziomu 4,18 większe prawdopodobieństwo przypisujemy możliwości spadku notowań aniżeli jego wzrosty. Dopuszczamy przejściowy spadek kursu EUR/PLN do poziomu 4,08. Wymagać to jednak będzie kumulacji pozytywnych czynników krajowych (przywrócenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce w tym roku, ustąpienie napięcia na linii

Notowania kontraktów FRA wyceniają podwyżkę stóp procentowych w marcu 2019, choć w grudniu 2017 roku oczekiwały jej w czwartym kwartale tego roku

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

| II 2017 | | II 2018 | | |
|----------------|---|-----------------|--|--------------|
| Data przetargu | Rodzaj papieru | Sprzedaż mld zł | Rodzaj papieru | Podaż mld zł |
| 02.02.17 | OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727 | 5,00 | | |
| 16.02.17 | OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727/ WS0447 | 6,9 | | |
| 08.02.18 | | | OK0720/ PS0123/ WZ112/ WZ052/ WS0428 | 5,0 |
| 22.02.18 | | | OK0720/ PS0123/ WZ112/ WZ052/ WS042/ WZ0528 | |

Źródło: MinFin

Mimo, iż czynniki krajowe stanowią wsparcie dla wyceny SPW, to obecnie pierwszoplanową rolę odgrywają informacje zewnętrzne

Warszawa-Bruksela, czy zmiana co najmniej perspektywy ratingu Polski) i globalnych (nasilenie ożywienia w światowej gospodarce). Podstawowym ryzykiem 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, ale i protekcjonizmu. Będą to jednak wydarzenia, które w naszej ocenie wpłynąć będą przede wszystkim na pozostałe pary złotowe tj. USD/PLN i CHF/PLN aniżeli EUR/PLN.

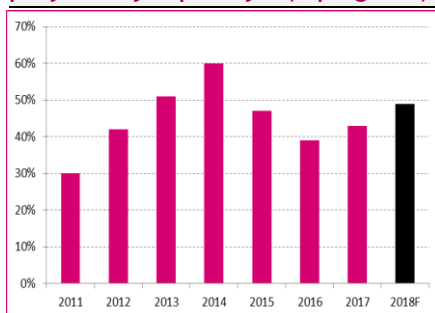
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Styczeń był miesiącem wyraźnego wzrostu dochodowości obligacji o 5- i 10-letniej zapadalności. Źródłem przeceny Skarbowych Papierów Wartościowych była sytuacja zewnętrzna. Mniej gołębia wymowa posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego i bardziej jastrzębia w przypadku amerykańskiej Rezerwy Federalnej skutkowało wzrostem dochodowości Bunda i UST. Z tego powodu jedynie nieznacznie zmienił się spread polskiej 10-latki do niemieckiego odpowiednika. Pod koniec stycznia wyniósł on 293 bps wobec 288 bps na koniec 2017 roku.

W minionym miesiącu stabilna była wycena papierów 2-letnich, w związku z czym wystromienie polskiej krzywej, które przejściowo wyniosło do 196 bps, było największe w historii. Niewielkie zmiany dochodowości 2-letniego długu były wynikiem nieco bardziej łagodnej retoryki Rady Polityki Pieniężnej podczas pierwszych tegorocznych posiedzeń. Złagodzenie retoryki wypowiedzi E.Gatnara w styczniu i L.Hardta w lutym - reprezentantów jastrzębiego skrzydła w Radzie - sprawiło, iż w swoich oczekiwaniach rynek przesunął się w stronę poglądów prezesa NBP tj. stabilizacji kosztu pieniądza w całym 2018 roku. Obecnie notowania kontraktów FRA wyceniają podwyżkę stóp procentowych w marcu 2019, choć jeszcze w grudniu 2017 roku oczekiwały jej w czwartym kwartale tego roku.

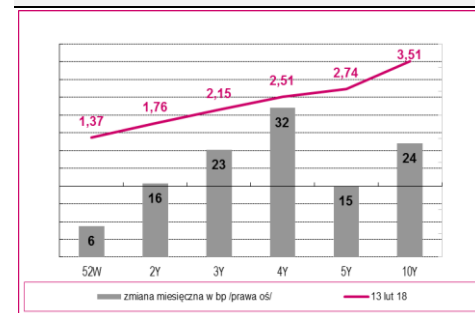
W styczniu ważnym wydarzeniem na rynku długu była emisja przez Ministerstwo Finansów 8,5-letnich obligacji Green Bonds o nominale 1 mld EUR przy popycie 3,25 mld EUR. Uzyskana rentowność obligacji wyniosła 1,153%, a marża ponad midswap 23 bps wobec wstępnie ogłoszonego poziomu ok. 35 bps. Według szczegółowych informacji struktura nabywców obligacji była znacznie zdywersyfikowana, przy czym 41% stanowili inwestorzy zorientowani wyłącznie na inwestycje w tego typu aktywa. Polska powtórzyła tym samym sukces z końca 2016 roku, gdy jako pierwszy na świecie emitent rządowy sprzedała tzw. zielone obligacje na kwotę 0,75 mld EUR. Uzyskana wtedy rentowność 5-letnich obligacji wyniosła 0,634%. Powodzeniem cieszyły się także obligacje emitowane na rynku pierwotnym w kraju. W lutym Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK0720, WZ1122, PS0123, WS0428 oraz WZ0528 za łącznie 5 mld PLN przy popycie 8,65 mld PLN. W rezultacie poziom finansowania potrzeb pożyczkowych wzrósł do 43%, a po kolejnej lutowej aukcji ma szansę przybliżyć się do połowy.

Wykres 16 Finansowanie potrzeb pożyczkowych po lutym (F-prognoza)



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Wykres 17 Miesięczna zmiana rentowności SPW



Źródło: MinFin, opracowanie własne

W naszym poprzednim raporcie wskazywaliśmy, iż na przełomie pierwszego i drugiego kwartału nasilać się powinna presja na stopniowy wzrost rentowności - głównie z uwagi na czynniki zewnętrzne - jednak już ostatnie dni przyniosły jej eskalację. Tak jak oczekiwaliśmy jednym ze źródeł wyższej dochodowości obligacji w Polsce i na świecie jest sytuacja na amerykańskim rynku długu. Najwyższa od ośmiu lat podaż obligacji

Wydarzenia ostatnich tygodni wyczerpały krótkoterminowy potencjał wzrostu dochodowości SPW

Źródłem wzrostu wartości euro w styczniu były sygnały z EBC

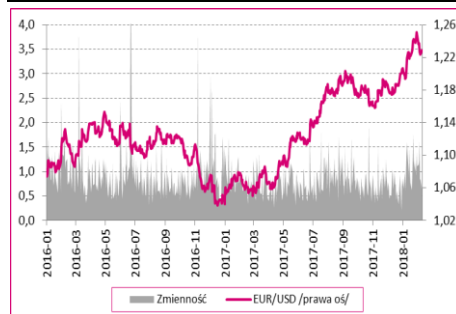
skarbowych USA w połączeniu z nasilającą się presją na wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz pracami w Kongresie nad znaczącym zwiększeniem deficytu budżetowego skutkowało wyraźnym wzrostem rentowności Treasuries. Nakładając na to bardziej optymistyczny obraz gospodarki wyrażony przez Europejski Bank Centralny podczas styczniowego posiedzenia wzrostu dochodowości papierów dłużnych także w Polsce znajduje uzasadnienie. Mimo, iż czynniki krajowe niezmiennie stanowią wsparcie dla wyceny SPW, to obecnie pierwszoplanową rolę odgrywają informacje zewnętrzne, stąd sprawna realizacja potrzeb pożyczkowych przez MinFin, czy nawet dalsze złagodzenie retoryki Rady Polityki Pieniężnej w lutym nie jest w stanie odwrócić obowiązującego trendu wzrostu rentowności.

Mimo, iż jesteśmy sceptycznie nastawieni do perspektyw wzrostu cen polskiego długu w tym roku, to wydarzenia ostatnich tygodni wyczerpały - w naszej ocenie - krótkoterminowy potencjał wzrostu dochodowości SPW. Za najbardziej prawdopodobny obecnie scenariusz uważamy przejście notowań w tryb boczny pod warunkiem, że z rynków globalnych nie napłyną nowe informacje wspierające dalszy wzrost rentowności na świecie.

RYNKI ZAGRANICZNE

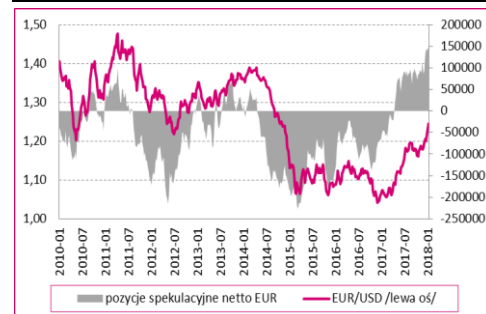
Mimo, iż ubiegły rok kurs EUR/USD zakończył na najwyższym od września poziomie - gdy z kolei ustanowił maksimum z początku 2015 roku - i wydawało się, że euro wycenia przeważającą ilość pozytywnych dla siebie informacji to w styczniu trend wzrostowy uległ przyspieszeniu. Źródłem wzrostu była niespodziewanie jastrzębia wymowa minutes z grudniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Z zapisów protokołu EBC wynikało bowiem, iż stopniowa zmiana forward guidance jest konieczna, być może już na początku tego roku, jeżeli gospodarka będzie rozwijać się zgodnie z przewidywaniami, a inflacja zmierzać do celu. Dodatkowym argumentem za wzrostem eurodolara w styczniu była wypowiedź Sekretarza skarbu USA S.Mnuchina, który na forum w Davos stwierdził, iż jest zadowolony z osłabienia dolara. Kolejnym „paliwem” dla wzrostu EUR/USD było posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Mimo, iż M.Draghi próbował zręcznie manewrować pomiędzy lepszą postawą gospodarki EMU, a potrzebą utrzymywania łagodnej polityki pieniężnej, to rynek zwrócił uwagę na coś innego. Prezes EBC wyraził zaniepokojenie niedawnymi zmianami na rynku walutowym przyznając, iż aprecjacja euro jest „źródłem niepewności” z uwagi na ograniczający inflację wpływ mocnej waluty. Nie było to jednak aż tak wyraźnie zaakcentowanie potencjalnie negatywnych skutków dla wzrostu gospodarczego i ryzyka dla celu inflacyjnego, jak można było oczekiwać. W podobnych słowach M.Draghi komentował sytuację na rynku walutowym we wrześniu. Wtedy jednak eurodolar poruszał się wokół bariery 1,20. Tymczasem w reakcji na styczniową wypowiedź M.Draghiego kurs EUR/USD osiągnął najwyższy od grudnia 2014 roku poziom 1,2536.

Wykres 18 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Datastream

Wykres 19 Pozycje spekulacyjne netto EUR i notowania eurodolara



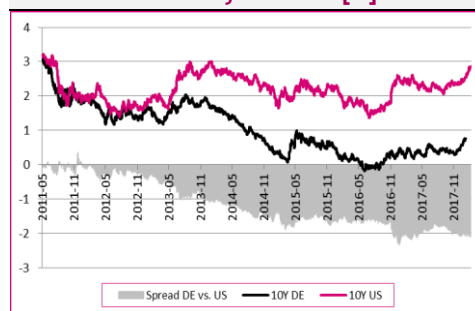
Źródło: Datastream

Rekordowa ilość pozycji spekulacyjnych netto na euro sprawia, że gra na wzrost EUR/USD może powrócić

W poprzednim raporcie słusznie wskazywaliśmy, że potencjał do wzrostu eurodolara na początku roku istnieje, choć jest mocno ograniczony, a w kolejnych kwartałach liczymy na umiarkowaną presję na spadek EUR/USD związaną głównie z czynnikami amerykańskimi. W naszej ocenie bowiem wycena euro zawiera w sobie dużą ilość pozytywnych informacji jak choćby optymizm związany z danymi makro, tolerancja władz ECB do niedawnego 3-letniego maksimum EUR/USD, czy zdyskontowaniem

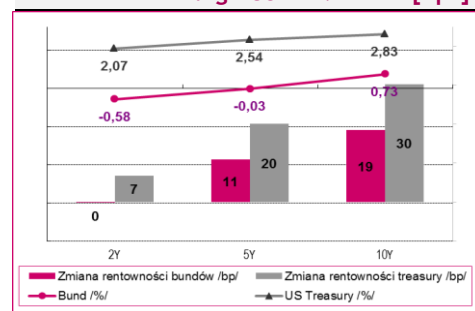
możliwych zmian w forward guidance banku. Jednocześnie jednak pomija bezpośrednie zagrożenia dla wspólnej waluty np. marcowe wybory parlamentarne we Włoszech oraz te świadczące wprost o sile dolara - kwestia podwyżek stóp procentowych przez Fed, wprowadzenie reformy podatkowej, zwiększenie limitu zadłużenia. Z tego powodu uważamy, że wyznaczony przez EUR/USD w lutym poziom 1,25 trudno będzie pokonać, choć jak wskazuje chociażby rekordowa ilość pozycji spekulacyjnych netto na euro gra na kontynuację wzrostów EUR/USD może się pojawić. Fundamentalnie jednak będzie ona częściowo nieuzasadniona. W szczególności, gdyby marcowe posiedzenie Fed - pierwszej pod wodzą J.Powella - zakończyło się podwyżką stóp procentowych i sugestią większej skali wzrostu kosztu pieniądza niż Rezerwa Federalna dotychczas zakładała w swoich prognozach.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

Po niezwykle spokojnym czwartym kwartale 2017 roku nowy rok przyniósł zdecydowaną przecenę długu USA

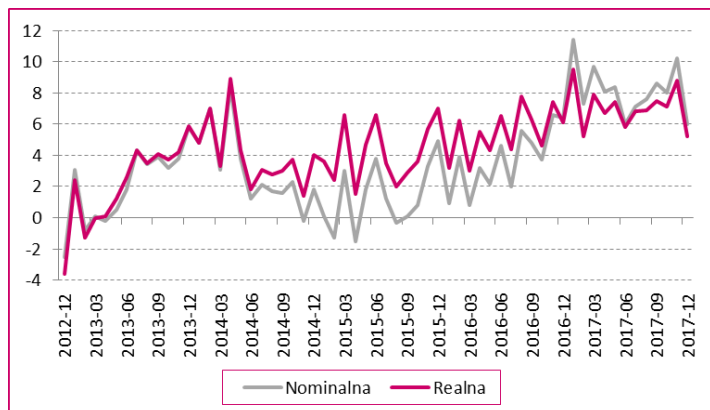
Po niezwykle spokojnym czwartym kwartale 2017 roku, gdy dochodowość amerykańskiej 10-latki poruszała się w przedziale 2,30 - 2,45%, nowy rok przyniósł zdecydowaną przecenę długu USA. Sprzyjała jej modyfikacja komunikatu Fed w styczniu w kwestii oceny perspektyw inflacji - z „gradual increases” na „further gradual increases”. W rezultacie wzmocnieniu uległy oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w USA w marcu tj. na pierwszym posiedzeniu J.Powella jako prezesa Fed. Dodatkowo trend wzrostu dochodowości wzmocniły dane z USA, które przesądziły o tym, że inwestorzy zaczęli wyceniać trzy podwyżki stóp procentowych w 2018 roku, czyli oficjalny scenariusz Fed. W rezultacie dochodowość 10-latki amerykańskiej wzrosła do 2,85% tj. najwyższego poziomu od dwóch lat. Ponadto pierwszy raz od ośmiu miesięcy poziom 3,0% przekroczyły notowania 30-letnich obligacji USA. Wzrosty dochodowości nie ominęły także niemieckich obligacji. Źródłem zmian na rynku Bunda były natomiast sygnały z Europejskiego Banku Centralnego. Z uwagi na optymizm prezesa M.Draghiego, który na konferencji podsumowującej styczniowe posiedzenie banku stwierdził, iż gospodarka strefy euro rozwija się szybciej niż się spodziewano, a ryzyka dla jej perspektyw są w większości zbilansowane rentowność Bunda wzrosła do poziomu 0,76% tj. maksimum z końca 2015 roku.

Spodziewamy się, iż różnica dochodowości pomiędzy 10-latką USA i Niemiec wzrośnie do największego poziomu od lat 90tych

Początek roku potwierdził słuszność naszych oczekiwań, iż w 2018 roku największym wyzwaniem stojącym przed amerykańskim długiem będzie kwestia podwyżek stóp procentowych oraz wysoka podaż UST. Uważamy, iż oba te czynniki doprowadzą do wyraźnego wzrostu dochodowości obligacji Stanów Zjednoczonych. Komfort dla naszej prognozy zwiększyły niedawne wydarzenia. Mimo, iż rynek „uwierzył” w oficjalny scenariusz rezerwy Federalnej i zaczął wyceniać trzy podwyżki kosztu pieniądza w tym roku, to w lutym Ch.Evans z Fed stwierdził, że w 2018 roku przyspieszenie inflacji może zmusić FOMC do większej ilości podwyżek stóp procentowych niż jest to oczekiwane. Istotna dla przeceny Treasuries była ponadto informacja o osiągnięciu kompromisu, co do wzrostu wydatków rządowych. Projekt ustawy podwyższa je o 300 mld USD w ciągu najbliższych dwóch lat i jednocześnie podnosi limit zadłużenia pozwalający na uniknięcie niewypłacalności państwa do marca 2019 r. Oznacza to kolejne - po reformie podatków - podwyższenie deficytu skutkujące zwiększoną podażą obligacji, a tym samym spadkiem cen. 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. Proces podwyżek stóp procentowych w strefie euro najprawdopodobniej rozpocznie się dopiero w 2019 roku. W rezultacie spodziewamy się, iż różnica dochodowości pomiędzy 10-latką USA i Niemiec wzrośnie w kolejnych miesiącach do poziomów 230 bps tj. największego poziomu od lat 90tych.

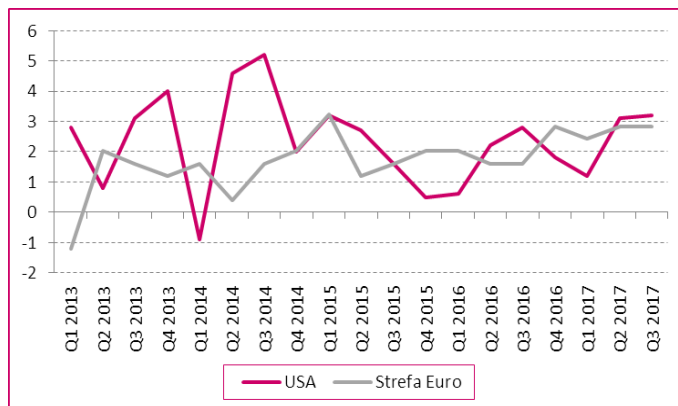
PRZEGLĄD DANYCH

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



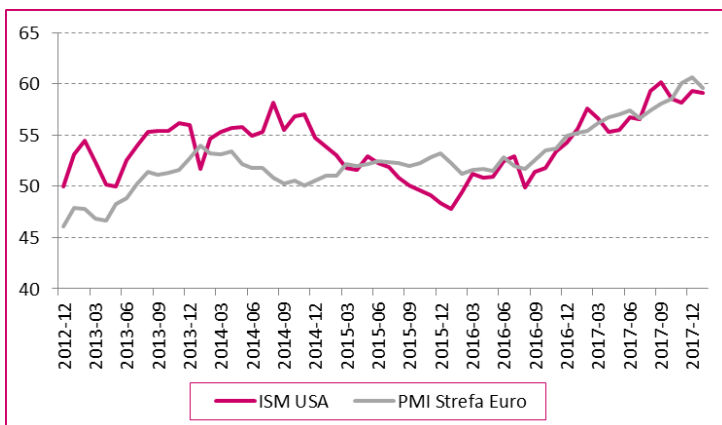
Źródło: Datastream

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



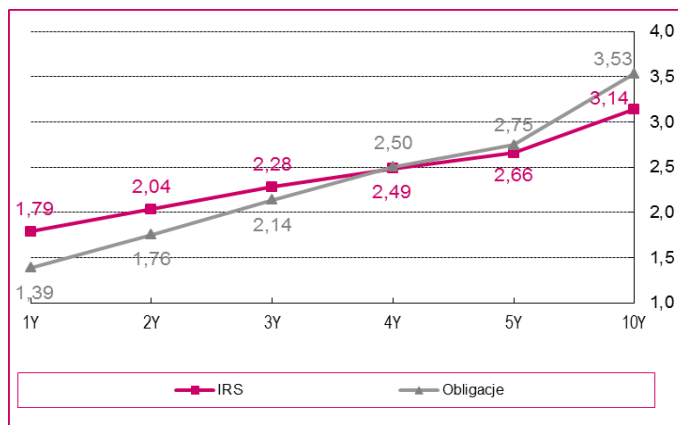
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



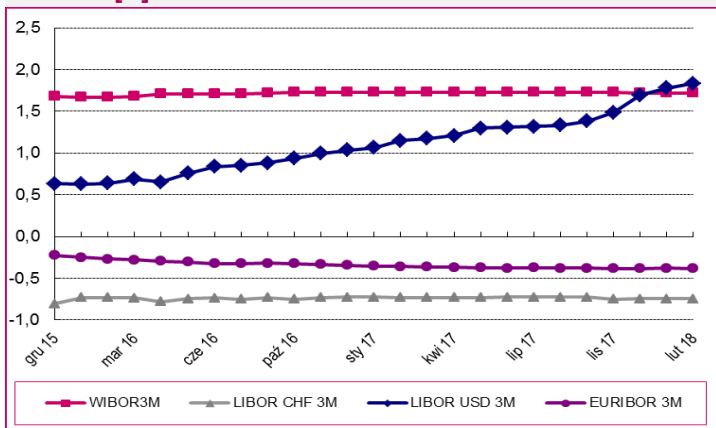
Źródło: Datastream

Wykres 25 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



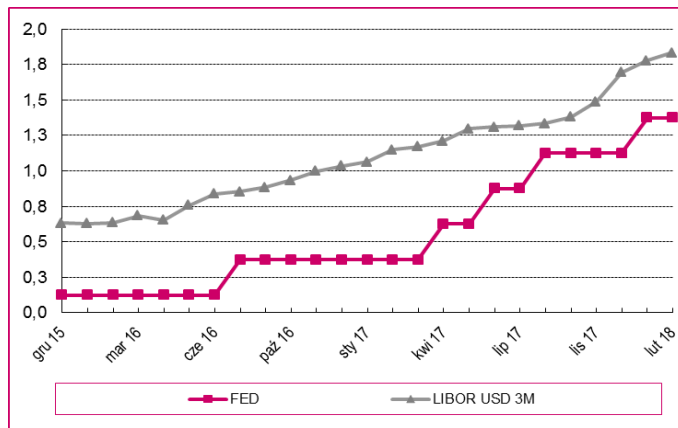
Źródło: Reuters

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

| | maj 17 | cze 17 | lip 17 | sie 17 | wrz 17 | paź 17 | lis 17 | gru 17 | sty 18 | lut 18 |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Inflacja- CPI (% r/r) | 1,9 | 1,5 | 1,7 | 1,8 | 2,2 | 2,1 | 2,5 | 2,1 | 1,9 | 1,9 |
| Inflacja bazowa (% r/r) | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | - |
| Ceny producenta - PPI (% r/r) | 2,4 | 1,8 | 2,2 | 3,0 | 3,2 | 3,0 | 1,8 | 0,3 | 0,4 | - |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r) | 6,3 | 5,0 | 5,0 | 5,4 | 5,4 | 5,7 | 4,5 | 4,6 | 5,0 | - |
| Produkcja przemysłowa (% r/r) | 9,2 | 4,4 | 6,2 | 8,7 | 4,2 | 12,3 | 9,1 | 2,7 | 9,3 | 7,6 |
| Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r) | 7,4 | 5,8 | 6,8 | 6,9 | 7,5 | 7,1 | 8,8 | 5,2 | 7,8 | 7,7 |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR) | -264 | -892 | -203 | 189 | 120 | 297 | 272 | 233 | - | - |
| Eksport (EUR, % r/r) | 19,2 | 7,2 | 13,3 | 11,5 | 10,0 | 15,5 | 14,9 | 14,8 | - | - |
| Import (EUR, % r/r) | 21,7 | 14,5 | 13,2 | 7,8 | 7,5 | 14,8 | 15,7 | 15,9 | - | - |
| Płace, sek. przeds. (% r/r) | 5,4 | 6,0 | 4,9 | 6,6 | 6,0 | 7,4 | 6,5 | 7,3 | 6,3 | 6,8 |
| Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r) | 4,5 | 4,3 | 4,5 | 4,6 | 4,5 | 4,4 | 4,5 | 4,6 | 3,5 | 3,5 |
| Stopa bezrobocia (%) | 7,3 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 6,8 | 6,6 | 6,5 | 6,6 | 7,0 | 7,1 |

| | maj 17 | cze 17 | lip 17 | sie 17 | wrz 17 | paź 17 | lis 17 | gru 17 | sty 18 | lut 18 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 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 | 1,65 | 1,65 | 1,65 |
| WIBOR 3M (koniec okresu) | 1,73 | 1,73 | 1,73 | 1,73 | 1,73 | 1,73 | 1,73 | 1,72 | 1,72 | 1,72 |
| Obligacja 2-letnia (koniec okresu) | 1,92 | 1,91 | 1,84 | 1,72 | 1,76 | 1,63 | 1,61 | 1,71 | 1,64 | 1,74 |
| Obligacja 5-letnia (koniec okresu) | 2,66 | 2,65 | 2,73 | 2,62 | 2,70 | 2,66 | 2,69 | 2,65 | 2,78 | 2,70 |
| Obligacja 10-letnia (koniec okresu) | 3,24 | 3,33 | 3,37 | 3,29 | 3,38 | 3,44 | 3,35 | 3,30 | 3,62 | 3,46 |
| Kurs EUR/PLN (koniec okresu) | 4,18 | 4,23 | 4,25 | 4,25 | 4,31 | 4,24 | 4,20 | 4,18 | 4,15 | 4,15 |
| Kurs USD/PLN (koniec okresu) | 3,72 | 3,70 | 3,59 | 3,57 | 3,65 | 3,64 | 3,53 | 3,48 | 3,34 | 3,35 |
| Kurs EUR/USD (koniec okresu) | 1,12 | 1,14 | 1,18 | 1,19 | 1,18 | 1,16 | 1,19 | 1,20 | 1,24 | 1,24 |

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 | 4,6 | 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 | 5,4 | 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 | -1,2 | -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 *prognoza na podstawie danych sprzed 14.02.18r.

KALENDARIUM

Luty / Marzec

| Poniedziałek | Wtorek | Środa | Czwartek | Piątek |
|--|--|---|---|---|
| 12 | 13 | 14 GE: PKB, CPI PL: PKB EZ: produkcja przemysłowa, PKB US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż detaliczna | 15 EZ: bilans handlowy PL: CPI US: liczba nowych bezrobotnych, PPI, produkcja przemysłowa | 16 PL: płace, zatrudnienie US: liczba nowych budów, liczba pozwoleń na budowę, indeks uniwersytetu Michigan |
| 19 EZ: rachunek obrotów bieżących | 20 GE: PPI, ZEW PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna | 21 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 | 22 GE: IFO PL: podaż pieniądza M3 US: liczba nowych bezrobotnych | 23 GE: PKB EZ: CPI, inflacja bazowa |
| 26 US: sprzedaż nowych domów | 27 EZ: podaż pieniądza M3 GE: CPI, sprzedaż detaliczna US: zamówienia na dobra trwałego użytku, indeks CaseShiller, Conference Board | 28 PL: PKB EZ: inflacja bazowa, szacunek inflacji CPI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, konsumpcja prywatna, PKB, sprzedaż domów na rynku wtórnym | 01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: liczba nowych bezrobotnych US: indeksy ISM i PMI | 02 EZ: PPI US: indeks uniwersytetu Michigan |
| 05 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach, sprzedaż detaliczna, Sentix US: PMI w usługach | 06 US: zamówienia fabryczne, zamówienia na dobra trwałego użytku | 07 EZ: PKB US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, ADP, Beżowa Księga Fed PL: stan rezerw NBP | 08 GE: zamówienia fabryczne PL: decyzja w sprawie stóp procentowych EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych US: liczba nowych bezrobotnych | 09 GE: bilans handlowy, produkcja przemysłowa US: zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, płaca godzinowa, stopa bezrobocia |

PL - Polska; GE - Niemcy; US - Stany Zjednoczone; EZ - strefa euro; HU - Węgry; CZ - Czechy; SZ - Szwajcaria, CH - Chiny, JN - Japonia
Źródło: Reuters, Bloomberg, MinFin, PAP

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

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.