

# 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

14 marca 2018

### Podsumowanie miesiąca

- Szczegółowe dane o strukturze wzrostu gospodarczego w 4Q ub. roku potwierdziły bardzo dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce i szeroki zakres ożywienia. Od strony popytowej pozytywnie do wzrostu kontrybuowały wszystkie główne kategorie. Po raz pierwszy od trzech lat inwestycje miały większą kontrybucję do dynamiki PKB niż konsumpcja indywidualna i to one były głównym motorem gospodarki. Przyspieszenie inwestycji w maszyny i urządzenia cieszy, ponieważ był to dotychczas brakujący czynnik wzrostu. Na podstawie dostępnych danych trudno jest jednoznacznie ocenić, na ile wzrost inwestycji będzie trwał. Nie są bowiem dostępne dane o inwestycjach w podziale na sektory własności. Korzystnie na sytuację w polskiej gospodarce wpływa koniunktura u naszych partnerów handlowych. W 4Q wzrost gospodarczy w strefie euro, wyniósł 2,7% r/r, a na rok 2018 EBC prognozuje wzrost na poziomie 2,4%, co powinno wspierać popyt na polskie towary. Dane wysokiej częstotliwości za pierwsze miesiące tego roku sugerują utrzymanie dobrej koniunktury także w tym roku. W samym 1Q dynamika PKB może wynieść ok. 5% r/r. W kolejnych kwartałach spodziewamy się tylko nieznacznego wyhamowania.
- Wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w marcu, na którym dostępna była nowa projekcja PKB i inflacji nie przyniósł niespodzianki. Parametry polityki pieniężnej nie uległy zmianie. Referencyjna stopa procentowa utrzymuje się zatem od ponad trzech lat na historycznie niskim poziomie 1,5%. Wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego miały łagodną wymowę, ponieważ nie tylko podtrzymał swoje wcześniejsze założenie o stabilności stóp procentowych do końca 2018 r., ale wskazał dodatkowo, że w przypadku realizacji scenariusza bazowego projekcji marcowej, stopy procentowe mogłyby utrzymać się na obecnym poziomie do końca 2020 r. W naszej ocenie do podniesienia kosztu pieniądza może dojść jednak wcześniej. Sądzymy, że wraz z napływem nowych danych oraz prognoz wskazujących na szybszy niż w projekcji wzrost płac, komfort członków RPP opowiadających się dotychczas za stabilizacją stóp procentowych będzie się stopniowo zmniejszał. Biorąc jednak pod uwagę wysoką tolerancję większości Rady na nasilenie procesów inflacyjnych nie sądzymy jednak, że do zacieśnienia polityki pieniężnej miałoby dojść wcześniej niż w II poł. przyszłego roku.
- W lutym dominujący wpływ na notowania EUR/PLN miał sentyment globalny. Początkowo pozostawał on niesprzyjający bardziej ryzykownym aktywom, z uwagi na możliwość silniejszej skali zacieśnienia polityki pieniężnej w USA w tym roku. W rezultacie kurs EUR/PLN zawrócił z poziomu 4,13, jaki osiągnął na koniec stycznia i w połowie lutego wyznaczył tegoroczne maksimum 7 groszy wyżej. W tym czasie zmienności polskiej waluty nie generowały krajowe dane między innymi dotyczące bilansu obrotów bieżących, które znacząco odbiegały od konsensusu rynkowego, czy lepsze od prognoz dane o płacach i zatrudnieniu. Wydarzenia krajowe miały zatem dla złotego drugorzędne znaczenie. W drugiej połowie ubiegłego miesiąca złoty raz jeszcze zniżył do 4,13 za EUR, ale z uwagi na nasilenie obaw o globalny protekcjonizm ruch ten ponownie okazał się krótkotrwały, a na początku marca kurs EUR/PLN wzrósł do poziomu 4,20.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY .....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	6
POLITYKA FISKALNA .....	7
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY .....	8
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...	9
RYNKI ZAGRANICZNE .....	10
PRZEGLĄD DANYCH .....	13
DANE I PROGNOZY .....	14
KALENDARIUM .....	15

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%	26 kwi	0,00%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	10-11 kwi	1,50%

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

## PRZEGLĄD GOSPODARCZY

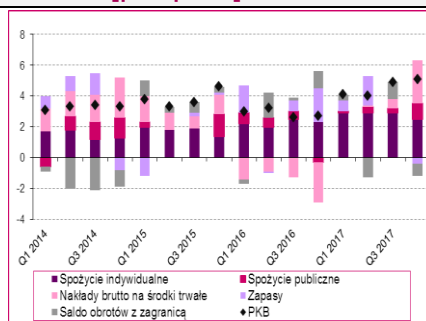
**Dane o strukturze wzrostu potwierdziły wyraźne przyspieszenie dynamiki inwestycji w 4Q 2017**

Szczegółowe dane o strukturze wzrostu gospodarczego w 4Q ub. roku potwierdziły bardzo dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce i szeroki zakres ożywienia. W ostatnim kwartale ub. roku wzrost PKB wyniósł 5,1% r/r i był najwyższy od 4Q 2011. Od strony popytowej pozytywnie do wzrostu kontrybuowały wszystkie główne kategorie. Co ciekawe, po raz pierwszy od trzech lat inwestycje miały większą kontrybucję do dynamiki PKB niż konsumpcja indywidualna, co oznacza, że to właśnie nakłady na środki trwałe były głównym motorem gospodarki. Wyraźne przyspieszenie inwestycji, które w 4Q 2017 wzrosły o 11,3% r/r sugerowały już dane roczne opublikowane w połowie lutego. Dane Eurostatu wskazują, że rosły inwestycje w większości klas aktywów. Najsilniej zwiększyły się nakłady na środki transportu, które nominalnie przyrosły o 24,7% r/r. Dynamicznie wzrosły też inwestycje w pozostałe maszyny i urządzenia, gdzie dynamika wyniosła 18,1% r/r, najwyżej od niemal 2 lat. Zwiększały się także inwestycje budowlane, co nie zaskakuje biorąc pod uwagę wyraźne przyrosty produkcji budowlano-montażowej i rosnące wykorzystanie środków unijnych. Przyspieszenie dynamiki inwestycji w maszyny i urządzenia cieszy, ponieważ był to dotychczas brakujący motor wzrostu polskiej gospodarki. Na podstawie dostępnych danych trudno jest jednoznacznie ocenić, na ile wzrost inwestycji będzie trwał. Nie są bowiem dostępne dane o inwestycjach w podziale na sektory własności. Jeśli wzrost inwestycji w 4Q został osiągnięty dzięki wzrostowi nakładów sektora prywatnego, to prawdopodobne jest utrzymanie podwyższonego wzrostu także w kolejnych kwartałach. Dotychczas tych inwestycji brakowało, m.in. ze względu na niepewność prawnoinstytucjonalną, choć rosnący popyt, wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych oraz ograniczenia po stronie podaży pracy były czynnikami wspierającymi wzrost inwestycji prywatnych.

**Konsumpcja prywatna pozostaje mocnym filarem gospodarki**

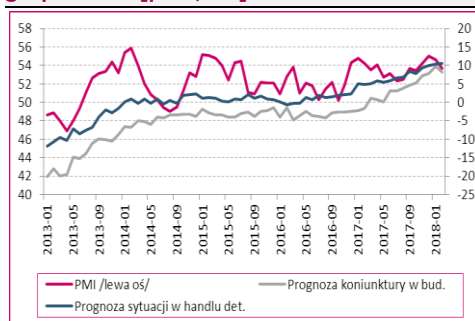
Mocnym filarem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna. W samym 4Q wzrosła ona o 4,9% r/r, dodając do wzrostu PKB 2,5 pkt. proc. Rosnące dochody gospodarstw domowych, w tym transfery z programu Rodzina 500+, rekordowo niskie bezrobocie, a w konsekwencji poprawiające się nastroje konsumentów, niezmiennie sprzyjają zwiększaniu wydatków konsumpcyjnych. Przy utrzymaniu wzrostowej tendencji dochodów i optymistycznych nastrojów gospodarstw domowych, konsumpcja prywatna pozostanie jednym z głównych motorów wzrostu. Sugerują to też dane o sprzedaży detalicznej, która w styczniu wzrosła o 7,7% r/r w ujęciu realnym, a jej wyższy miał szeroki zakres i obejmowały także sprzedaż dóbr trwałego użytku. W naszej ocenie dynamika konsumpcji prywatnej nieznacznie wyhamuje w drugiej połowie roku, po tym jak w 1Q br. wyniesie w naszej ocenie ok. 5,0%.

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



Źródło: Macrobond

**Wykres 2 Indeksy koniunktury w polskiej gospodarce [pkt., SA]**



Źródło: Macrobond, GUS

**Otoczenie zewnętrzne wspiera polski eksport**

Korzystnie na sytuację w polskiej gospodarce wpływa też koniunktura u naszych partnerów handlowych. W 4Q wzrost gospodarczy w strefie euro, wyniósł 2,7% r/r, a na rok 2018 Europejski Bank Centralny prognozuje wzrost na poziomie 2,4% i został on zrewidowany w górę o 0,1 pkt. proc. w ostatniej rundzie prognostycznej. Koniunktura w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki pozostanie korzystna, co powinno wspierać popyt na polskie towary. Wolumenty eksportu mają więc szansę utrzymać się na ścieżce wzrostowej, choć kontrybucja eksportu netto do wzrostu będzie w 2018r. w naszej ocenie lekko ujemna, ponieważ mocny popyt krajowy, w szczególności wzrost

**Początek roku potwierdza utrzymanie dobrej koniunktury w polskiej gospodarce**

**W całym 2017 roku bilans obrotów bieżących wykazał nadwyżkę wartości 0,1% PKB**

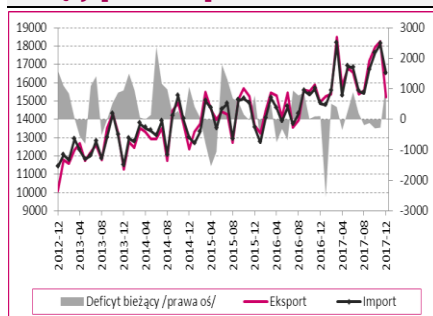
**Dobra koniunktura u naszych partnerów handlowych wspierać będzie polski eksport**

inwestycji zwiększy popyt na import. W 2017 kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB była ujemna i wyniosła -0,2 pkt. proc., choć w samym 4Q było to -0,8 pkt. proc.

Dane wysokiej częstotliwości za pierwsze miesiące tego roku sugerują utrzymanie dobrej koniunktury także w 2018 roku. W samym 1Q dynamika PKB może być zbliżona do wyniku z 4Q ubiegłego roku i wynieść ok. 5% r/r. W kolejnych kwartałach spodziewamy się nieznacznego wyhamowania. Szczegółową ścieżkę wzrostu gospodarczego na ten rok przedstawimy w kolejnym raporcie miesięcznym, kiedy dostępne będą szczegółowe dane o inwestycjach w 4Q ub. roku, w szczególności dane o strukturze inwestycji według sektorów własności. To wyższa od pierwotnych oczekiwań ścieżka inwestycji stanowi główną przesłankę do rewizji prognoz. Inwestycje prywatne firm mają w naszej ocenie potencjał do wzrostu, choć po gwałtownym odbiciu pod koniec ub. roku, być może częściowo ze względu na optymalizację podatkową, w tym roku spodziewamy się niższej dynamiki inwestycji firm prywatnych w stosunku do wyniku z 4Q 2017. Wsparciem dla inwestycji będą wciąż środki unijne i inwestycje infrastrukturalne. Dane o produkcji budowlano-montażowej z początku tego roku wskazują, ich kontrybucja do wzrostu inwestycji w 1Q będzie znaczna. W perspektywie kolejnych kwartałów utrzymanie wysokich wzrostów produkcji budowlanej może napotkać barierę podażową. Wykorzystanie mocy wytwórczych w budownictwie jest bowiem na poziomie najwyższym od 2008r., a problemy z zatrudnieniem pracowników stanowią barierę prowadzenia działalności gospodarczej dla blisko połowy firm z sektora budowlanego.

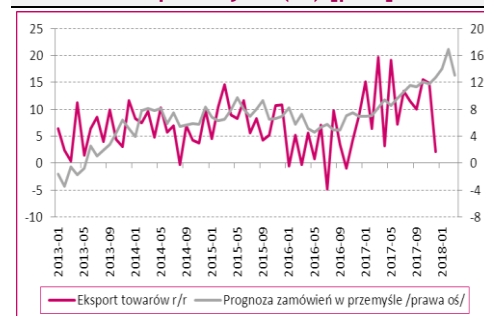
Bilans obrotów bieżących w grudniu ubiegłego roku zamknął się deficytem wartości 1,152 mld EUR wobec nadwyżki 272 mln EUR w listopadzie. W całym 2017 roku natomiast bilans obrotów bieżących wykazał nadwyżkę wartości 346 mln EUR (+0,1% PKB) wobec deficytu 1,253 mld EUR w 2016 (-0,3% PKB). W ubiegłym roku eksport utrzymywał się w wyraźnym trendzie wzrostowym, wspierany przez dobrą koniunkturę u naszych głównych partnerów handlowych. Sam grudzień przyniósł jednak znaczny spadek dynamiki eksportu do 2,1% r/r z 14,9% r/r, choć w dużej mierze było to związane z czynnikami jednorazowymi i mniejszą liczbą dni roboczych. Znalazło to odzwierciedlenie w spadku eksportu samochodów osobowych, odbiorników telewizyjnych, czy sprzętu AGD. W całym roku eksport wzrósł, licząc w euro o 11,5% i była to jego najwyższa zwyżka od 2011r. Wzrostowy trend utrzymywał się także w zakresie eksportu usług, a saldo w wymianie usług osiągnęło rekordowo wysoką nadwyżkę wartości 52,1 mld EUR. Potwierdza to rosnącą rolę Polski jako dostawcy usług dla biznesu. W tym samym czasie nastąpiło także wyraźne przyspieszenie importu, w ślad za silnym wzrostem popytu krajowego. W grudniu dynamika importu wyniosła 10,9% r/r wobec 15,7% r/r, natomiast w całym roku import był o 13,0% wyższy niż w roku 2016. To jego najwyższy przyrost o 2010r.

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



Źródło: Datastream

**Wykres 4 Eksport [% r/r] i prognoza zamówień w przemyśle [pkt.]**



Źródło: Macrobond, GUS

W naszej ocenie ten rok przyniesie utrzymanie korzystnych tendencji w eksporcie, choć jego dynamika wyhamuje nieznacznie w stosunku do roku ubiegłego. Wsparciem dla polskich eksporterów pozostanie korzystna koniunktura u naszych głównych partnerów handlowych, w szczególności w strefie euro, gdzie wzrost gospodarczy w tym roku wyniesie 2,4% wobec 2,7% w roku 2017. Wskaźniki koniunktury gospodarczej, w tym indeks PMI, potwierdzają utrzymanie tendencji wzrostowych w strefie euro w perspektywie najbliższych kwartałów, choć ich obniżenie się w ostatnich miesiącach spójne jest z nieznacznym wyhamowaniem wzrostu w stosunku do roku ubiegłego. Sprzyjać to będzie napływowi nowych zamówień eksportowych, a wyniki styczniowego



# Makro i rynek

raport miesięczny

**W styczniu stopa bezrobocia rejestrowanego po odsezonowaniu osiągnęła nowe historyczne minimum**

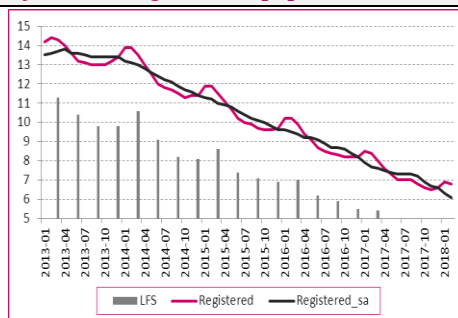
**Dobra koniunktura sprzyja utrzymaniu wzrostu popytu na pracę**

i lutowego badania PMI wskazują na utrzymanie korzystnych tendencji w tym zakresie. Towarzyszyć będzie temu przyspieszenie importu, w ślad za utrzymaniem solidnych dynamik popytu krajowego. Szczególnie odbicie inwestycji prywatnych, jeśli utrzyma się w kolejnych kwartalach, będzie przekładało się na dalsze przyspieszenie importu, co w dalej kolejności wpłynie na pogorszenie salda handlowego i deficytu na rachunku obrotów bieżących. W naszej ocenie jednak skala pogorszenia salda obrotów bieżących nie będzie znaczna i nie zagrazi stabilności zewnętrznej polskiej gospodarki.

Początek 2018 roku przyniósł utrzymanie pozytywnych tendencji na rynku pracy. Co prawda w styczniu miał miejsce wzrost bezrobocia, to w głównej mierze wynikał on z czynników sezonowych. Według szacunków MRPIPS w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego powróciła do spadków i wyniosła 6,8%, co było wynikiem zgodnym z naszymi oczekiwaniami. Po odsezonowaniu stopa bezrobocia wyniosła w lutym 6,1%, osiągając nowe historyczne minimum. Dobry obraz rynku pracy potwierdziły dane BAEL, według których stopa bezrobocia w 4Q ub. roku wyniosła 4,5% i była o 1,0 pkt. proc. niższa niż przed rokiem, co oznacza, że osiągnęła poziom najniższy od połowy 1992 r. tj. od początku prowadzenia badania. Dane kwartalne potwierdziły też negatywny wpływ obniżenia wieku emerytalnego na krajowy rynek pracy. Stopa aktywności zawodowej obniżyła się w 4Q ub. roku do 52,6% z 56,7% kwartał wcześniej, najsilniej spadając w grupie osób w wieku 60/65lat i więcej, gdzie omawiany wskaźnik obniżył się o 0,8 pkt. proc. do 8,3%. Automatycznie wzrosła liczba biernych zawodowo, osób, które pozostają poza rynkiem pracy, która w 4Q ub. roku była o 151 tys. wyższa niż w 3Q, przy czym liczba biernych zawodowo z powodu emerytury zwiększyła się o 152 tys. Według informacji ZUS część osób, które uzyskały prawo do świadczenia emerytalnego powróci na rynek pracy, niemniej jednak wpływ obniżenia wieku emerytalnego na rynek pracy jest zauważalny.

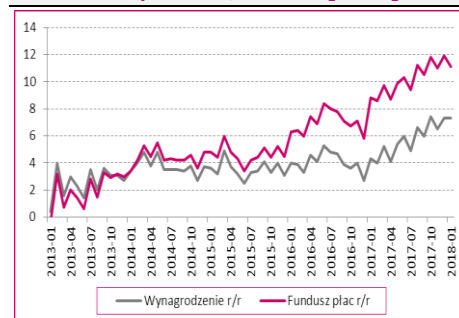
Dobra koniunktura w gospodarce sprzyja wzrostowi zapotrzebowania na pracowników. Według danych BAEL liczba pracujących wzrosła w 4Q 2017 o 0,5% r/r wobec 1,5% r/r w 3Q, a wyhamowanie dynamiki w stosunku do poprzednich kwartałów odzwierciedla narastające problemy pracodawców ze znalezieniem pracowników w warunkach spadającej podaży pracy. Jest to widoczne również w rosnącej liczbie wakatów, która w 4Q ub. roku wyniosła 381 tys. i była o 19,8% wyższa niż przed rokiem. Utrzymujący się wzrost popytu na pracę potwierdzają też dane z sektora przedsiębiorstw, gdzie wzrost zatrudnionych wyniósł w styczniu 3,8% r/r wobec 4,6% r/r w grudniu ub. roku. Dane styczniowe są jednak zaburzone przez coroczną rewizję próby statystycznej firm uwzględnionych w grupie sektora przedsiębiorstw. Wyhamowanie dynamiki zatrudnienia nie musi więc odzwierciedlać odwrócenia pozytywnych tendencji na rynku pracy. Badania koniunktury, w tym m. in. PMI lub raport o koniunkturze GUS i NBP sugerują, że wzrosty zatrudnienia będą kontynuowane także w kolejnych miesiącach. Po sezonowym wzroście na początku roku, stopa bezrobocia rejestrowanego powróci do spadków i w miesiącach letnich znajdzie się poniżej 6%. Rekordowo niskie bezrobocia, przy utrzymującym się wzroście popytu na pracę pozostaje coraz większym wyzwaniem dla przedsiębiorstw. Jak wskazują badania NBP problemy ze znalezieniem pracowników należą obecnie, wraz ze zmieniającym się otoczeniem prawnym, do najważniejszych barier rozwoju zgłaszanych przez przedsiębiorstwa, szczególnie w przetwórstwie, transporcie i budownictwie.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

# Makro i rynek

raport miesięczny

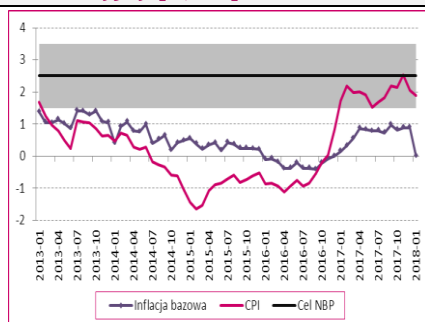
## Presja płacowa stopniowo narasta

Spadające bezrobocie i nasilające się problemy z pozyskaniem pracowników przekładają się na wzrost presji płacowej. W styczniu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wyniosła 7,3% r/r, utrzymując się na poziomie z grudnia ub. r. Realny wzrost płac wyniósł 5,3% r/r i był najwyższy od sierpnia 2016r. Wzrost napięć płacowych widoczny jest w coraz większej liczbie branż. Część wzrostu wynagrodzeń w styczniu mogła być jednak efektem przesunięć w wypłatach premii i bonusów. Niemniej w naszej ocenie w nadchodzących kwartałach dynamika wynagrodzeń w gospodarce będzie kształtowała się na podwyższonym poziomie. Badanie NBP wskazuje, że blisko 1/3 ankietowanych firm planuje podwyżki w najbliższych miesiącach. Natomiast obniżyła się nieznacznie wysokość średniej podwyżki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach planujących je podwyższać i wyniosła poniżej 6%. Sugeruje to, że skala przyspieszenia płac powinna pozostać umiarkowana.

## Spadek inflacji na początku roku

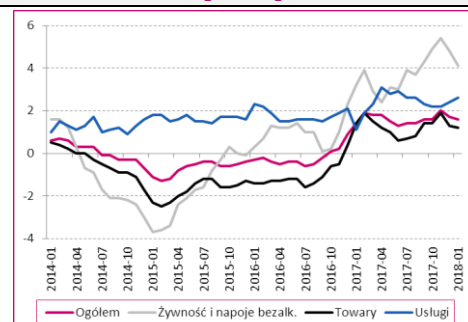
Zgodnie z oczekiwaniami początek roku przyniósł spadek presji inflacyjnej. Roczny wskaźnik CPI obniżył się w styczniu do 1,9% z 2,0% w grudniu ubiegłego roku. Jeszcze w listopadzie ubiegłego roku inflacja była na poziomie celu banku centralnego, tj. 2,5% r/r. Spadek presji cenowej to w dużej mierze efekt wysokiej bazy statystycznej sprzed roku, szczególnie mniejsze niż przed rokiem są wzrosty cen żywności. W styczniu tego roku ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły w skali miesiąca o 1,2%, podczas gdy w ubiegłym roku zwyżka wyniosła 1,8% m/m. Styczeniowe dane mają charakter wstępny i mogą ulec rewizji, ponieważ oparte są na starym koszyku inflacyjnym. Z tego też powodu opublikowane przez GUS dane są niepełne i nie obejmują wszystkich kategorii koszyka inflacyjnego, co uniemożliwia wyliczenie miar inflacji bazowej. Według naszych szacunków nie ulegała ona jednak istotnym zmianom w stosunku do grudnia, kiedy inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,9% r/r. Zaktualizowane dane za styczeń, a także nowy koszyk inflacyjny GUS opublikuje w połowie marca, wraz z publikacją danych o inflacji za luty.

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



Źródło: Datastream

Wykres 8 Wskaźniki inflacji cen konsumenta HICP [% r/r]



Źródło: Macrobond

Po przejściowym spadku, inflacja powróci do wzrostów w drugiej połowie roku

W najbliższych miesiącach wskaźnik CPI powinien utrzymywać się w okolicach 2,0% r/r, przy czym w lutym i marcu pozostanie poniżej tego poziomu. Szacujemy, że w lutym wskaźnik CPI wyniósł 1,7% r/r. W połowie roku wskaźnik CPI może przejściowo wzrosnąć nieco powyżej 2,5% r/r, jednak w 4Q nastąpi jego spadek ze względu na wysoką bazę statystyczną z roku 2017. Czynnikiem wspierającym obniżenie się inflacji będzie wyhamowanie wzrostów cen żywności, które w ubiegłym roku podwyższały inflację. Aktualne dane dotyczące cen masła, jaj, nabiału wskazują na wyhamowanie ich zwyżek, przez co ich proinflacyjny wpływ będzie ustępował. Wyhamowują także wzrosty cen paliw, a aktualne prognozy wskazują na stabilizację cen ropy naftowej. Oznacza to, że czynniki podażowe będą miały bardziej neutralny wpływ na inflację, w przeciwieństwie do sytuacji z roku 2017, kiedy ceny żywności i paliw napędzały wzrosty wskaźnika CPI. W roku 2018 głównym czynnikiem napędzającym wzrost wskaźnika CPI będą zwyżki inflacji bazowej, która mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniesie ok. 2,0% r/r. W latach 2019-2020 wzrost inflacji będzie kontynuowany, a wskaźnik CPI na trwale przekroczy cel inflacyjny. Na taki też scenariusz wskazuje też nowa projekcja NBP.

## Wyjątkowo łagodna retoryka RPP na początku roku

Tabela 2. Ostatnie wypowiedzi RPP

Adam Glapiński	„Gdyby nie zmieniły się dane, na podstawie których pracujemy, podwyżka w tym roku wydaje się nieprawdopodobna, w przyszłym roku zobaczymy co będzie, jeśli już to pod koniec. Być może za kwartał, za dwa zaczęć mówić, że i w 2019 r. podwyżka stóp procentowych nie nastąpi”. (7.03.2018)
Grażyna Ancyparowicz	„Nie jestem zwolenniczką dalszego obniżania stóp procentowych, ale jeżeli będzie można, to byłoby dobrze utrzymywać jak najdłużej ich obecny poziom, ponieważ to stabilizuje rynek i sprzyja utrzymywaniu równowagi makroekonomicznej”. (14.03.2018)
Eugeniusz Gatnar	„Jest zbyt wcześnie, żeby wykluczyć możliwość podwyżki stóp procentowych w tym roku. Jeśli inflacja przekroczy cel w drugiej połowie roku, na fali mocnego impulsu ze strony rosnących płac, Rada powinna rozważyć reakcje w tym roku, żeby wyprzedzić to, co wydarzy się w 2019”. (19.02.2018)
Lukasz Hardt	„Nie powiedziałbym, że na 100 proc. nie będzie reakcji w tym roku, chociaż jej prawdopodobieństwo jest niższe niż parę miesięcy temu”. (13.03.2018)
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	„W świetle najnowszych prognoz dotyczących krajowej sytuacji makroekonomicznej optymalna w polskiej polityce pieniężnej w 2018 roku wydaje się być strategia utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie (...)”. (27.02.2018)
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	„(...) myślę, że do końca 2019 r. będzie ciężko uformować większość w RPP potrzebną do podwyżki stóp proc. (...) W przyszłym roku oczekujemy większej presji inflacyjnej niż w tym roku, ale skala tych zmian zapewne nie będzie istotna dla członków Rady”. (23.02.2018)
Jerzy Żyżyński	„Nie ma absolutnie żadnych powodów do tego, by bank (centralny) próbował podwyższać stopy procentowe (...) prawdopodobnie przez cały obecny rok”. (8.03.2018)

Źródło: PAP

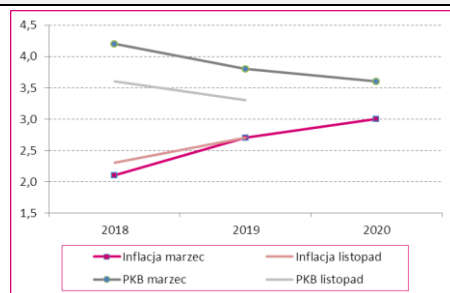
## POLITYKA PIENIĘŻNA

Wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w marcu, na którym dostępna była nowa projekcja PKB i inflacji nie przyniósł niespodzianki. Parametry polityki pieniężnej nie uległy zmianie. Referencyjna stopa procentowa utrzymuje się zatem od ponad trzech lat na historycznie niskim poziomie 1,5%.

W ocenie Rady bieżące dane i prognozy wskazują na korzystne perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce, choć oczekuje się nieznacznego spowolnienia tempa wzrostu PKB w kolejnych latach. Jednocześnie, zgodnie z najnowszą projekcją makroekonomiczną inflacja CPI będzie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej utrzymywała się w pobliżu celu inflacyjnego. W rezultacie, w ocenie RPP obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz równowagi makroekonomicznej.

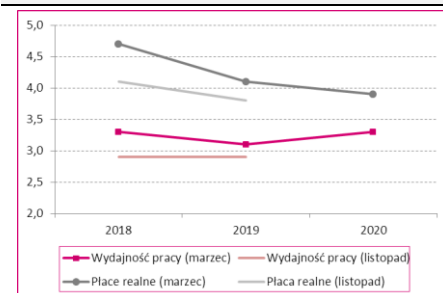
Zgodnie z oczekiwaniami łagodną wymowę miały wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego, który nie tylko podtrzymał swoje wcześniejsze założenie o stabilności stóp procentowych do końca 2018 r., ale wskazał dodatkowo, że obserwowany obecnie wzrost płac nie przekłada się na intensyfikację presji inflacyjnej i pomimo oczekiwanego przyspieszenia inflacji CPI w horyzoncie projekcji, może nawet w dłuższym okresie nie pojawić się konieczność zmian parametrów polityki pieniężnej, chyba że dojdzie do niekorzystnych zmian za granicą. Jego zdaniem, w przypadku realizacji scenariusza bazowego projekcji marcowej, stopy procentowe mogłyby utrzymać się na obecnym poziomie w całym horyzoncie, a więc do końca 2020 r.

Wykres 9 Projekcja inflacji i PKB z marca i listopada ub.r. [%]



Źródło: NBP, opracowanie własne

Wykres 10 Projekcja wydajności pracy i płac realnych z marca i listop. ub.r. [%]



Źródło: NBP, opracowanie własne

W naszej ocenie do podniesienia kosztu pieniądza może dojść jednak wcześniej. Już projekcja marcowa, zakładająca stały poziom stóp procentowych, nie daje zbyt wiele przestrzeni do realizacji przez RPP celu inflacyjnego, w przypadku materializacji prawdopodobnych czynników ryzyka, tj. szybszego wzrostu płac oraz wyższej dynamiki cen żywności i energii. Projekcja wskazuje bowiem, że inflacja CPI wyniesie ma 2,7% w 2019 r. oraz 3,0% w 2020 r., a więc ukształtuje się powyżej 2,5% - celu inflacyjnego NBP. Podobnie inflacja bazowa ma być wyższa niż 2,5% w latach 2019-2020 (odpowiednio 2,6% oraz 3,0%). Naszym zdaniem realizacja ryzyka szybszego niż założono wzrostu wynagrodzeń w horyzoncie projekcji jest bardzo prawdopodobna. W projekcji przyjęto, że wzrost płac przyspieszy z 5,3% w ub. do poziomu 6,8-6,9% w latach 2018-2020, a więc ma być niższy niż odnotowany w 4Q 2017 r., gdy wyniósł 7,1% r/r. Oczekujemy, że wraz z dalszym spadkiem stopy bezrobocia oraz narastającymi trudnościami ze znalezieniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach, presja płacowa będzie się nasilać nieco bardziej niż w scenariuszu centralnym projekcji marcowej. Sądzymy zatem, że ścieżka inflacji CPI, a także inflacji bazowej będą nieco wyższe niż w projekcji i pod koniec 2020 r. inflacja może przekroczyć poziom górnej granicy dopuszczalnych odchylenia od celu. Wraz z napływem nowych danych oraz prognoz, komfort członków RPP opowiadających się dotychczas za stabilizacją stóp procentowych będzie się stopniowo zmniejszał. Biorąc jednak pod uwagę wysoką tolerancję większości Rady na nasilenie procesów inflacyjnych nie sądzymy jednak, że do zacieśnienia polityki pieniężnej miałyby dojść wcześniej niż w II poł. przyszłego roku.

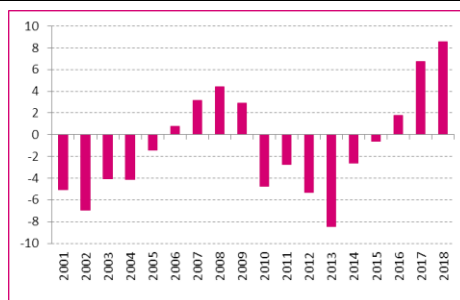


**Pierwszy z wyjątkiem 2014 r. spadek wartości zadłużenia skarbu państwa**

### POLITYKA FISKALNA

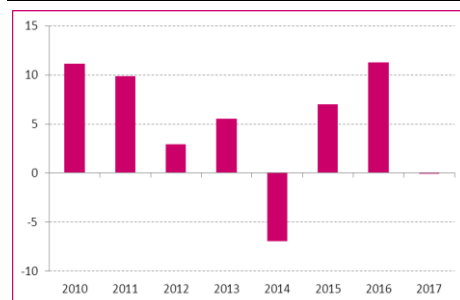
Zadłużenie skarbu państwa zmniejszyło się w 2017 r. o 0,2 mld zł, do poziomu blisko 928,5 mld zł. Z wyjątkiem 2014 r., gdy przeniesiono 51,5% środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, jest to pierwszy od co najmniej 2000 r. spadek długu skarbu państwa. Co prawda, w 2017 r. potrzeby pożyczkowe budżetu centralnego zwiększyły się o 26,3 mld zł zwiększając presję na wzrost długu to jednak została ona złagodzona przez umocnienie złotego, zmniejszając wartość długu denominowanego w walutach obcych. Aprecjacja kursu złotego wynikała zarówno z sił rynkowych, jak i prawdopodobnych działań Banku Gospodarstwa Krajowego, który pod koniec ub. roku dokonał transakcji sprzedaży walut obcych. Czynniki kursowy, obok ujemnego salda emisji długu na rynkach zagranicznych, przyczynił się do spadku na koniec 2017 r. udziału zadłużenia w walutach obcych o ok. 4,0 pkt. proc. do 30,6%. Spadkowi wartości zadłużenia Skarbu Państwa sprzyjały wyższe niż zakładano dochody budżetowe (o 7,7%) oraz mniejsze o 3,3% wydatki, co skutkowało niższą o ponad połowę realizacją deficytu budżetowego w stosunku do założeń.

**Wykres 11 Wykonanie budżetu centralnego w styczniu [mld PLN]**



Źródło: Datastream

**Wykres 12 Zmiana długu Skarbu Państwa [% r/r]**



Źródło: Datastream

**Rekordowa nadwyżka budżetowa w styczniu**

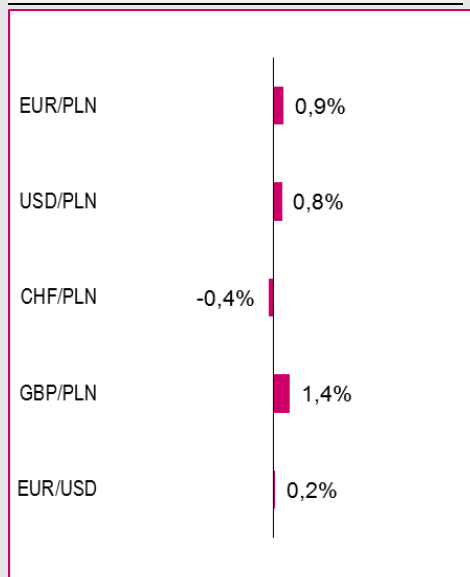
Sytuacja fiskalna na początku tego roku pozostaje bardzo korzystna. W styczniu odnotowano bowiem nadwyżkę budżetową na poziomie 8,5 mld zł, co jest najwyższą wartością od co najmniej 1995 r. Złożyły się na nią dochody przekraczające 35,1 mld zł oraz wydatki w wysokości 26,6 mld zł. W stosunku do stycznia ub. roku dochody obniżyły się o 4,8%, co wiązało się ze spadkiem wpływów z podatku VAT. Były one niższe w odniesieniu do stycznia ub. roku o 16,5%. Niższej dynamice dochodów z podatku VAT sprzyjała wysoka baza odniesienia ze stycznia 2017 r. Do spadku tego przyczynić mogło się również zwiększenie zwrotów podatku w wyniku silnego odbicia nakładów inwestycyjnych, zarówno w 4Q 2017, jak i na początku tego roku. Dynamiczny wzrost dochodów odnotowano natomiast z podatku od osób fizycznych: 13,7% r/r wobec 9,2% r/r w grudniu i 5,4% r/r w styczniu ub. roku. Sprzyjała temu solidna poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych. Jednocześnie niewielkiemu spowolnieniu uległ wzrost przychodów z podatku CIT - do 11,4% r/r wobec 13,0% r/r w grudniu ub. roku. Najprawdopodobniej niższa ta ma charakter jednorazowy, ale częściowo wynikać ona może również z ograniczenia przyrostu zysków przedsiębiorstw w związku ze zwiększeniem inwestycji i rosnącymi kosztami pracy. Osiągnięcie rekordowej nadwyżki budżetowej wynika również ze znaczącego obniżenia wydatków wynoszącego 11,8% r/r. Na uszczuplenie wydatków wpłynęło obniżenie dotacji przekazanej do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, co wiązało się z przesunięciem ich znacznej części na grudzień ub. roku oraz korzystnej sytuacji na rynku pracy i lepszych wpływów składek.

Styczniowe dane potwierdzają bardzo dobrą obecnie sytuację budżetu centralnego. Ponadto bieżące prognozy wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w tym roku ukształtuje się powyżej 3,8% r/r, poziomu przyjętego w założeniach ustawy budżetowej. Przemawia to za oczekiwaniami realizacji deficytu budżetowego poniżej 57,0 mld zł przyjętych w ustawie. Sprzyjać to będzie utrzymaniu deficytu całości sektora finansów publicznych poniżej 2,7% PKB zaplanowanego przez Radę Ministrów na ten rok.

**Deficyt SFP w 2018 r. najpewniej lepszy od założeń**

### KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

W lutym dominujący wpływ na notowania EUR/PLN miały czynniki zewnętrzne. Początkowo pozostawał on niesprzyjający bardziej ryzykownym aktywom z uwagi na możliwość silniejszej skali zacieśniania polityki pieniężnej w USA w tym roku. W rezultacie kurs EUR/PLN zawrócił z poziomu 4,13 jaki osiągnął na koniec stycznia i w połowie lutego wyznaczył tegoroczne maksimum 7 groszy wyżej. W tym czasie zmienności polskiej waluty nie generowały krajowe dane między innymi dotyczące bilansu obrotów bieżących, które znacząco odbiegały od konsensusu rynkowego, czy lepsze od prognoz dane o płacach i zatrudnieniu. W drugiej połowie ubiegłego miesiąca złoty raz jeszcze zniżył bariery 4,13 za EUR, ale z uwagi na nasilenie obaw o globalny protekcjonizm ruch ten ponownie okazał się krótkotrwały. Na początku marca kurs EUR/PLN wzrósł do poziomu 4,20.

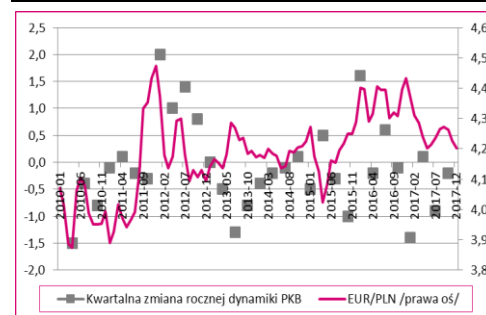
Warto zwrócić uwagę na zachowanie złotego na tle pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. O ile w lutym EUR/PLN kontynuował trend boczny - ograniczony wspomnianymi wcześniej poziomami - to EUR/CZK wzrósł do miesięcznego maksimum, EUR/HUF ustanowił tegoroczny szczyt, a rumuński lej pozostawał blisko historycznego minimum w relacji do euro. Polska waluta zatem pozytywnie wyróżniła się na tle walut regionu, co częściowo można tłumaczyć solidnymi fundamentami krajowej gospodarki.

Wykres 14 Notowania EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Macrobond

Wykres 15 EUR/PLN vs. kwartalna zmiana rocznej dynamiki PKB



Źródło: Macrobond, opracowanie własne

Notowania WIGu negatywnie wyróżniły się na tle giełd regionu

Zdecydowanie gorzej na tle regionu prezentowały się natomiast losy warszawskiej giełdy. W lutym indeks WIG stracił ponad 7,5% notując najniższe zamknięcie od lipca 2017 roku. W tym samym czasie podstawowy indeks węgierskiej giełdy zniżył o nieco ponad 5%, a giełda w czeskiej Pradze o niecały procent pozostając blisko 7-letniego szczytu. Źródłem słabszej w stosunku do giełd Europy Środkowo-Wschodniej postawy spółek na GPW były czynniki lokalne, w tym między innymi pomysł fuzji Orlenu z Lotosem, informacja, iż Skarb Państwa zażądał, aby w porządku obrad na marcowe walne zgromadzenie KGHM umieścić punkt dotyczący zmian w składzie rady nadzorczej, jak również rozczarowujące wyniki niektórych spółek (Eurocash).

Geopolityka podstawowym ryzykiem dla wartości złotego w 2018 roku

Analizując zachowanie złotego na początku roku podtrzymujemy naszą ocenę ze styczniowego raportu, gdy wskazywaliśmy, iż przez większość 2018 roku kurs EUR/PLN pozostawać skupiony wokół poziomu 4,19 z asymetrią w kierunku aprecjacji polskiej waluty. Odporność złotego na wzrost awersji do ryzyka zapewniać będą między innymi solidne fundamenty polskiej gospodarki, choć oddalająca się - po marcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej - wizja podwyżek stóp procentowych z pewnością zmniejszy potencjał aprecjacyjny polskiej waluty. Pozbawienie argumentu wzrostu kosztu pieniądza prawdopodobnie nieco zwiększy także wahania złotego w sytuacji niekorzystnego sentymentu globalnego. Podtrzymujemy także naszą wcześniejszą prognozę, iż geopolityka - tj. podstawowe ryzyko dla wartości złotego w 2018 roku - wpłynąć będzie przede wszystkim na pozostałe pary złotowe tj. USD/PLN i CHF/PLN aniżeli EUR/PLN. Jakiegokolwiek wzmianki dotyczące protekcjonizmu w globalnym handlu, szybszej od oczekiwania normalizacji polityki pieniężnej w USA, napięciach militarnych na świecie będą przekładały się na zmniejszenie zainteresowania polską walutą. W największym stopniu widoczne ono jednak będzie w zestawieniu z dolarem amerykańskim i frankiem szwajcarskim.



**W 2018 roku na przetargach utrzymuje się wysokie zainteresowanie polskimi obligacjami...**

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

III 2017		III 2018		
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
02.03.17	zamiana obligacji	5,25		
23.03.17	OK0419/ PS0422/ WZ1122/ WZ0126/ DS0727	5,0		
15.03.18			przetarg zamiany	
27.03.18			OK0720/ PS0123/ WZ0524/ WS0428/ WZ0528	3,0-5,0

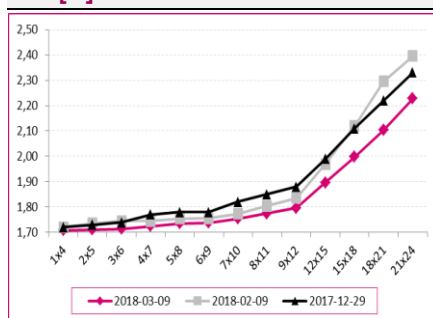
Źródło: MinFin

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Luty w notowaniach średnio i długoterminowego długu był zaprzeczeniem ruchów ze stycznia, gdy obligacje gwałtownie taniały. Miniony miesiąc natomiast to okres systematycznego spadku dochodowości obligacji, po którym rentowność 10-letniego benchmarku - w zaledwie cztery tygodnie - obniżyła się o 34 bps z niemal rocznego maksimum na poziomie 3,64%. Co ciekawe miało to miejsce przy umiarkowanym, bo wynoszącym 9 bps spadku dochodowości długiego końca niemieckiej krzywej i niewielkiej wyższe rentowności 10-latk USA. Wyznacznikiem kierunku notowań polskiego długu w lutym były czynniki krajowe. Wycenę długu wspierała jednak przede wszystkim niewielka - w stosunku do zgłaszanego popytu - podaż długu wyrażona między innymi wynikami przetargów. Pod koniec lutego Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528 i WS0447 za łącznie 4 mld PLN przy popycie 13,1 mld PLN. Współczynnik popytu do podaży na poziomie 3,0 był najwyższy od listopada ubiegłego roku. Z uwagi na wysokie zainteresowanie inwestorów - a także obniżenie maksymalnej podaży w stosunku do miesięcznego planu MinFin - resort zdecydował o zorganizowaniu dodatkowego przetargu. W tym czasie spadkowi dochodowości SPW sprzyjała ponadto wypowiedź dra K.Zubelewicza - określanego jako najbardziej jastrzębiego członka Rady Polityki Pieniężnej - który stwierdził, iż większość konieczna do przegłosowania podwyżki stóp procentowych może się nie uformować nawet do końca 2019 r. Był to kolejny po wypowiedzi Ł.Hardta - innego reprezentanta jastrzębiego skrzydła w Radzie - komentarz, który sprawił, że rynek przesunął się w swoich oczekiwaniach w stronę poglądów prezesa NBP tj. stabilizacji kosztu pieniądza w 2018 roku. Obecnie - po łagodnej retoryce marcowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej - notowania kontraktów FRA wyceniają podwyżkę stóp procentowych w lipcu 2019 roku.

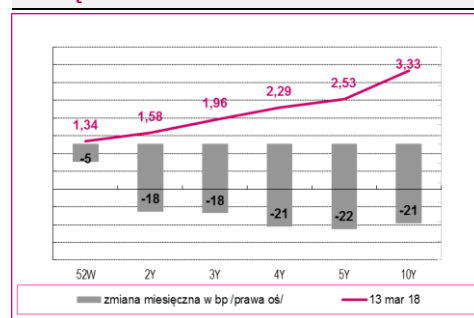
Fakt dominacji czynników krajowych na wycenie SPW znalazł odzwierciedlenie na spreadach pomiędzy polskimi obligacjami, a papierami z rynków bazowych. Zwyżka dochodowości 10-latk USA w połączeniu z dynamiczną zniżką krajowego długiego końca skutkowałą zawężeniem się spreadu do poziomu 38 bps tj. minimum z końca 2015 roku. Przed rokiem natomiast różnica w dochodowości 10-latk USA i Polski wynosiła 145 bps. W przypadku spreadu pomiędzy Bundem i krajową 10-latką poziom 260 bps był najmniejszą wartością od dwóch lat. Oznacza to, w szczególności w kontekście amerykańskiego długu, sytuację w której premia za ryzyko w inwestowanie w polskie obligacje jest bliska historycznych minimów, co zmniejsza relatywną atrakcyjność polskich SPW względem obligacji USA i Niemiec.

**Wykres 16 Notowania kontraktów FRA [%]**



Źródło: Datastream, opracowanie własne

**Wykres 17 Krzywa dochodowości i miesięczna zmiana rentowności SPW**



Źródło: MinFin, opracowanie własne

**...coraz większe problemy ze sprzedażą długu ma natomiast Rumunia**

Ciekawostką z rynku długu Europy Środkowo-Wschodniej były kolejne niepowodzenia sprzedaży rumuńskich obligacji skarbowych. W połowie lutego rumuńskie ministerstwo finansów odrzuciło wszystkie oferty kupna 5-letnich obligacji w przeliczeniu za nieco ponad 100 mln USD. Wtedy była to 17sta od października ubiegłego roku nieudana próba sprzedaży długu. Także w marcu część aukcji długu kończyła się fiaskiem. Odzwierciedlają one kłopoty rumuńskiej gospodarki spotęgowane niestabilnością polityczną rządu w Bukareszcie po demonstracjach przeciwko reformie wymiaru sprawiedliwości.

### Spadek rentowności 10Y uznajemy za przereagowanie

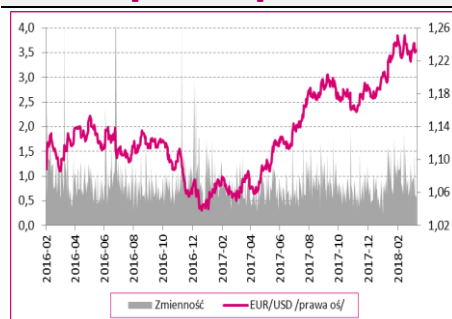
W naszym poprzednim raporcie słusznie wskazywaliśmy - mimo naszego sceptycznego nastawienia do perspektyw wzrostu cen polskiego długu w tym roku - iż ruch 10-latki na początku lutego do poziomu 3,64% wyczerpał krótkoterminowy potencjał wzrostu dochodowości SPW. Obecnie natomiast uważamy, iż jesteśmy w sytuacji odwrotnej. Spadek rentowności długiego końca krzywej do 3,28% uznajemy bowiem za przereagowanie w drugą stronę, oznaczające zdyskontowanie zbyt dużej ilości pozytywnych dla wyceny SPW informacji. O ile czynniki krajowe - sprawna realizacja potrzeb pożyczkowych przez MinFin, czy dalsze złagodzenie retoryki Rady Polityki Pieniężnej - niezmiennie stanowią wsparcie dla wyceny SPW, to czynniki zewnętrzne będą generować presję na wzrost dochodowości. Trwająca normalizacja polityki pieniężnej w USA obok najwyższej od ośmiu lat podaży obligacji skarbowych USA w połączeniu z bardziej optymistycznym obrazem gospodarki wyrażanym przez Europejski Bank Centralny będzie miała przełożenie na spadek wartości także i polskiego długoterminowego długu. W szczególności w kontekście zawężającego się spreadu pomiędzy polską, a amerykańską 10-latką. Różnica w dochodowości na poziomie 49 bps jest najmniejsza od dwóch lat i z pewnością wpływa na ograniczenia atrakcyjności inwestycji w SPW. Oczekiwana umiarkowana zwyżka dochodowości krajowego 10-letniego benchmarku w połączeniu z coraz bardziej prawdopodobnym utrzymaniem stóp procentowych w 2018 roku skutkować będzie wystąpieniem polskiej krzywej. Przy silnym zakotwiczeniu oczekiwania na brak zmian kosztu pieniądza w tym roku prawdopodobne jest rozszerzenie się spreadu pomiędzy 10- a 2-latką powyżej poziomu 200 bps tj. historycznego maksimum.

### Luty potwierdził wyczerpujący się potencjał zwyżki eurodolara

## RYNKI ZAGRANICZNE

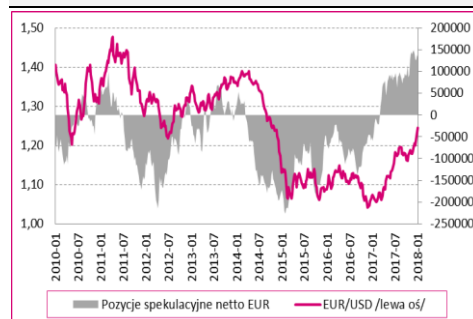
Zwyżka eurodolara trwa - z krótkimi przerwami - od początku 2017 roku. W 14 miesięcy kurs EUR/USD wzrósł o ponad 20% niemniej luty potwierdził naszą ocenę o wyczerpującym się potencjale do dalszego wzrostu. W minionym miesiącu bariera 1,2530 dwukrotnie okazywała się wystarczająco silną dla wzrostowego trendu eurodolara. Po raz pierwszy kurs EUR/USD zawrócił ze wspomnianego poziomu na początku lutego w reakcji na wypowiedź Ch.Evansa z Fed, który stwierdził, że w tym roku przyspieszenie inflacji może zmusić Rezerwę Federalną do większej ilości podwyżek stóp procentowych niż jest to oczekiwane. Nie bez znaczenia dla wyceny dolara było ponadto porozumienie liderów politycznych w amerykańskim Senacie, które wydłużyło limit zadłużenia do marca 2019 roku. Co ciekawe w tym czasie indeks dolarowy zaliczył największą tygodniową zwyżkę od listopada 2016 roku. Po raz drugi kurs EUR/USD zawrócił z poziomu 1,2530 w drugiej połowie lutego. Umocnienie amerykańskiej waluty było motywowane wystąpieniem J.Powella - prezesa Fed. Następcą J.Yellen w przemówieniu przed Komisją Usług Finansowych Izby Reprezentantów wzmocnił oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w marcu i kolejnych miesiącach przedstawiając optymistyczny obraz oraz perspektywy gospodarki USA.

Wykres 18 Notowania oraz zmienność eurodolara [w centach]



Źródło: Datastream

Wykres 19 Pozycje spekulacyjne netto EUR i notowania eurodolara



Źródło: Macrobond

Źródłem aprecjacji amerykańskiej waluty były m.in. dane makro

Źródłem aprecjacji amerykańskiej waluty były ponadto dane makro, w tym najwyższe od 14 lat wskaźniki aktywności w przemyśle, czy 48-letnie minimum liczby bezrobotnych ubiegających się o zasiłek. W reakcji kurs EUR/USD obniżył się do poziomu 1,2150 tj. minimum z połowy stycznia. Sytuacja zmieniła się na początku marca za sprawą D.Trumpa, który zapowiedział wprowadzenie ceł na import stali i

**Kurs USD/JPY obniżył się od początku roku o ponad 6% do minimum z listopada 2016 roku**

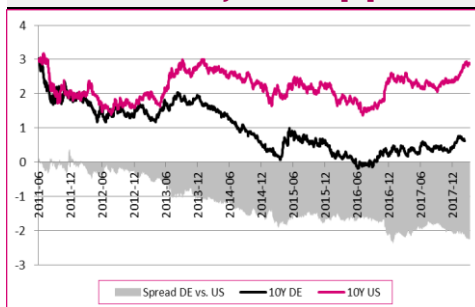
**Kwestia protekcjonizmu w globalnym handlu może stać się motywem wiodącym dla notowań eurodolara**

aluminium. Dla rynków finansowych jest to nowa odsłona protekcjonizmu, która może pogorszyć relacje handlowe USA z resztą świata, a także przyczynić się do pogorszenia perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. W reakcji eurodolar wzrósł w okolice poziomu 1,24.

Luty był też drugim z rzędu miesiącem wyraźnego wzrostu wartości japońskiego jena w relacji do dolara. Kurs USD/JPY obniżył się od początku roku o ponad 6% do minimum z listopada 2016 roku. Źródłem umocnienia japońskiej waluty są działania banku centralnego. W lutym Bank Japonii ograniczył ilość kupowanych obligacji o terminie zapadalności 25-40 lat do 70 z 80 mld JPY, a na początku marca prezes H. Kuroda stwierdził, że bank może odejść od ultra łagodnej polityki, jeśli cel inflacyjny zostanie osiągnięty do końca roku podatkowego 2019. Jenowi - jako tzw. bezpiecznej przystani - sprzyjała ponadto awersja do ryzyka, którą wywołały zapowiedzi protekcjonistycznych działań D.Trumpa.

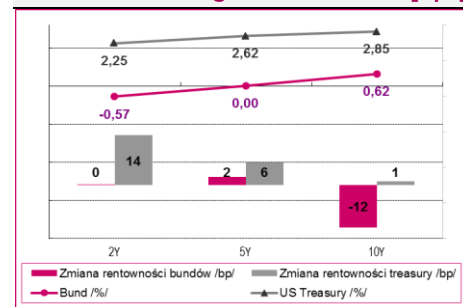
Od dwóch miesięcy eurodolar pozostaje w trendzie horyzontalnym skupionym wokół poziomu 1,23. W naszej ocenie wynika to z oczekiwania na nowe impulsy w obliczu zdyskontowania scenariusza poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro i USA, a także na świecie oraz kontynuacji normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. W poprzednich miesiącach te wydarzenia decydowały o kursie EUR/USD. Notowaniom trudno obecnie o nadanie innego kierunku notowań. Niewykluczone, iż takim motywem wiodącym w kolejnych miesiącach stanie się kwestia protekcjonizmu w globalnym handlu, która za sprawą zapowiedzi kolejnych ceł na amerykańskie towary pojawiła się w tym miesiącu. W odpowiedzi na chęć wprowadzenia ceł na import do USA aluminium i stali Komisja Europejska zapowiedziała 25% taryfy na import niektórych amerykańskich towarów. Gotowość do podjęcia kroków odwetowych wyraziły także Chiny. W krótkim terminie taka sytuacja może odpowiadać za dalszy wzrost notowań eurodolara, szczególnie w sytuacji rekordowo wysokich długich pozycji spekulacyjnych na euro. W dłuższym terminie jednak pogorszenie globalnej koniunktury - tj. sytuacji, której obecnie rynek całkowicie nie dostrzega - mogłoby doprowadzić do umocnienia walut uznawanych powszechnie za najbezpieczniejsze tj. jen japoński, frank szwajcarski i dolar amerykański. W szczególności, iż jak pokazano marcowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego władze banku w wojnach handlowych dostrzegają zagrożenie dla koniunktury w strefie euro, a w konsekwencji także i dla ewentualnych podwyżek stóp procentowych.

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



Źródło: Datastream

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



Źródło: Datastream

**Rekordowo wysokie podaż amerykańskiego długu w lutym**

Luty nie przyniósł istotnych zmian w notowaniach obligacji niemieckich. Dochodowość Bunda przy jednocyfrowej zmienności koncentrowała się wokół poziomu 0,7%. Podobnie krótki koniec niemieckiej krzywej, który oscylował wokół poziomu -0,55% generując niewielką amplitudę wahań. Stabilność wyceny długu Niemiec zapewniał brak posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego w lutym oraz brak niespodzianek po stronie danych makro ze strefy euro. Nieco ciekawiej prezentowały się w minionym miesiącu notowania amerykańskiego długu. Rentowność 10-latki USA rosła momentami o 22 bps w stosunku do poziomu 2,70% z początku lutego. Źródłem przeceny UST było zaostrzenie retoryki przedstawicieli Rezerwy Federalnej, w tym prezesa J.Powella przy jednoczesnej wysokiej podaży obligacji amerykańskich. W połowie lutego Departament Skarbu USA sprzedał 13- i 26 tygodniowe bony skarbowe na rekordową kwotę 51 mln USD i 45 mln USD. Była to najwyższa podaż długu o takim terminie zapadalności i druga najwyższa wartość w historii sprzedaży jakichkolwiek papierów dłużnych - po 65 mln



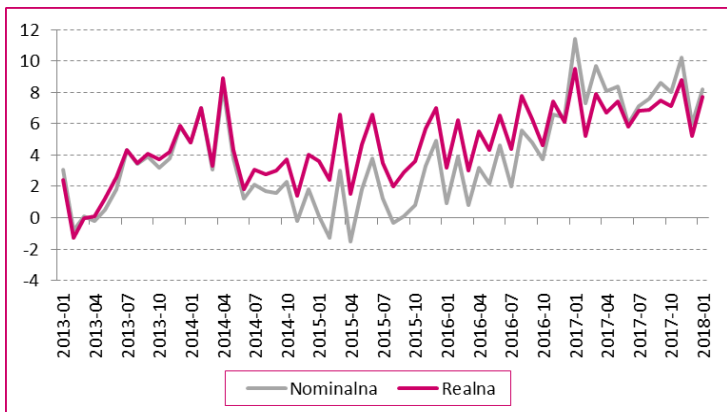
**Spodziewamy się dalszego wzrostu spreadu pomiędzy 2-latką amerykańską, a niemiecką mimo, iż jest on najwyższy od 1997 roku**

USD oferowanych w sierpniu 2016 roku przy sprzedaży 4-tygodniowych papierów. W rezultacie w lutym pierwszy raz od ośmiu miesięcy poziom 3,0% przekroczył notowania 30-letnich obligacji USA.

Wysoka podaż długu przy oczekiwaniach na podwyżki stóp procentowych - być może nawet bardziej agresywne niż wynika ze scenariusz Fed - są najważniejszymi przestankami przemawiającymi za wzrostem rentowności obligacji na rynku amerykańskim w tym roku. Szczególnie istotne w tej kwestii będzie marcowe posiedzenie Rezerwy Federalnej, które poprzez wykres dot-plot tj. oczekiwaną przez bankierów centralnych ścieżki podwyżek kosztu pieniądza ugruntuje oczekiwania na łącznie trzy podwyżki stóp procentowych w tym roku, bądź da impuls do dyskontowania wzrostu stóp procentowych o 100 bps w 2018 roku. W przypadku niemieckich obligacji również 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. Rozbieżność w politykach pieniężnych pomiędzy Fed, a Europejskim Bankiem Centralnym doprowadziła do rozszerzenia się spreadu pomiędzy 2-latką amerykańską, a niemiecką do największego poziomu od 1997 roku. Mimo, to oczekujemy, że różnica w dochodowości krótkiego końca pomiędzy tymi państwami będzie się dalej rozszerzać.

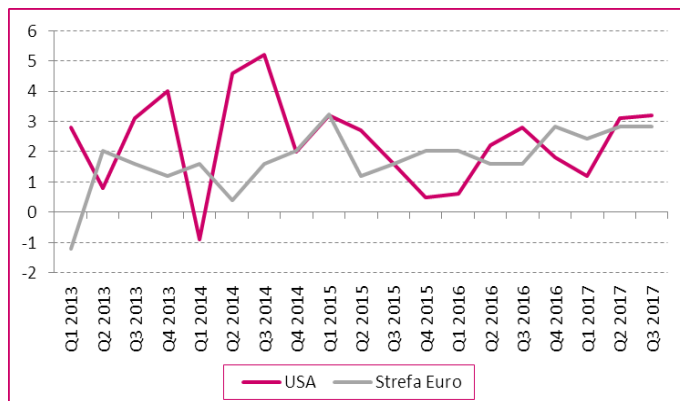
## PRZEGLĄD DANYCH

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



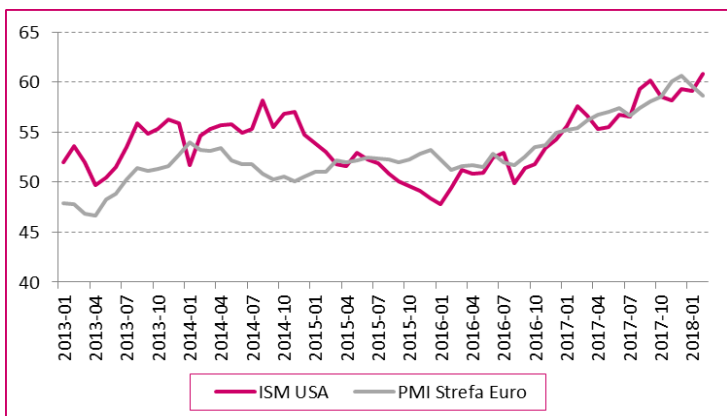
Źródło: Datastream

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



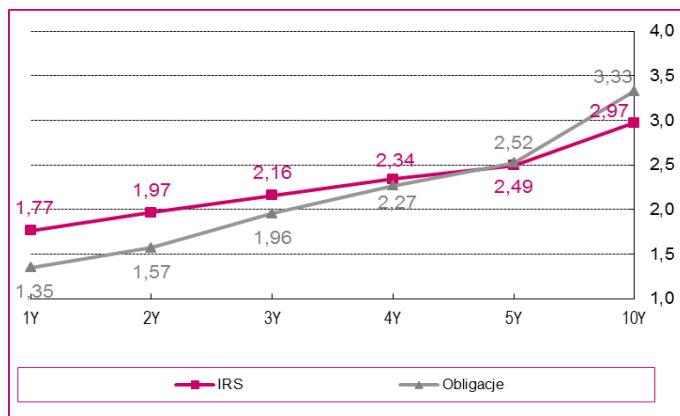
Źródło: Datastream

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



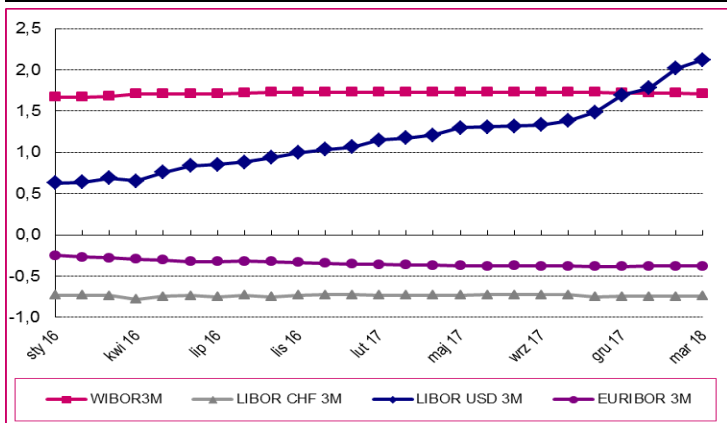
Źródło: Datastream

Wykres 25 Notowania obligacji i kontraktów IRS [bps]



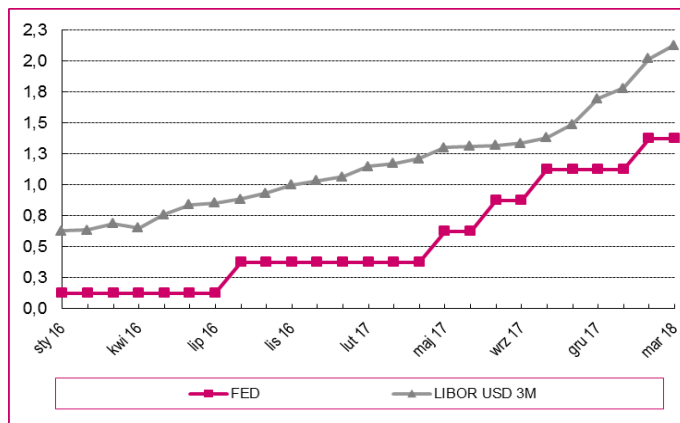
Źródło: Reuters

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

	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18
Inflacja- CPI (% r/r)	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,7	1,8
Inflacja bazowa (% r/r)	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Ceny producenta - PPI (% r/r)	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	0,1	0,2
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,0	5,0	5,4	5,4	5,7	4,5	4,6	4,8	4,8	5,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4,4	6,2	8,8	4,4	12,3	9,2	2,7	8,6	6,5	4,0
Sprzedaż detaliczna (realnie, % r/r)	5,8	6,8	6,9	7,5	7,1	8,8	5,2	7,7	8,3	8,0
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-892	-203	189	120	297	272	-1152	2710	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,9	2,1	14,3	-	-
Import (EUR, % r/r)	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,7	10,9	14,3	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	7,2	7,0
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7
Stopa bezrobocia (%)	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,5

	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 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	1,65	1,65	1,65	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,71
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,58
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,57
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,33	3,37	3,29	3,38	3,44	3,35	3,30	3,62	3,35	3,38
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,20
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,39
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	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	1982,3	2116,8
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	4,8
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,6
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	-0,1	-1,0
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,2
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	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72
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

### Marzec / Kwiecień

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

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

## Zespół

### BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

#### Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

[grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

#### Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

[andrzej.kaminski@bankmillennium.pl](mailto:andrzej.kaminski@bankmillennium.pl)

#### Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

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

#### Bank Millennium SA

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