

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska
Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

12 marca 2015

Podsumowanie miesiąca

- Wzrost gospodarczy w Q4 2014 wyniósł 3,1% r/r, tylko nieznacznie mniej niż w Q3. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych gospodarka polska urosła w Q4 o 0,7% kw/kw w Q4 i tylko trzy kraje w Unii Europejskiej rozwinęły się w szybszym tempie. Wynik ten uznać należy za korzystny, szczególnie biorąc pod uwagę niesprzyjające otoczenie zewnętrzne. Głównym motorem wzrostu pozostał popyt krajowy, zarówno konsumpcyjny, jak i inwestycyjny. Na ten rok pozostajemy umiarkowanie optymistyczni i dostrzegamy potencjał do przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 3,5% z 3,3% w 2014 r. Szanse na poprawę dynamiki PKB potwierdzają też odczyty indeksów wyprzedzających koniunktury, które poprawiły się w lutym. Wzrost zatrudnienia, towarzysząca temu wyższa dochodów realnych, wsparta niską inflacją i rekordowo niskimi stopami procentowymi, będą wspierały konsumpcję. Wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, dobra kondycja finansowa firm, niskie stopy procentowe, w połączeniu z rosnącym portfelem zamówień będą z kolei sprzyjały inwestycjom w maszyny i urządzenia. Głównym ryzykiem dla wzrostu pozostaje otoczenie zewnętrzne - wolniejszy wzrost w Eurolandzie i konflikt rosyjsko-ukraiński. Ostatnie kwartały pokazują jednak, iż polskie firmy potrafią dostosować się do zmiennych warunków otoczenia zewnętrznego.
- Posiedzenie RPP w marcu zakończyło się głębszym od oczekiwań cięciem stóp procentowych, które zostały obniżone o 50 bps. Główną przesłanką przesądającą o cięciu kosztu pieniądza było wydłużenie się okresu deflacji i wyraźny wzrost ryzyka pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie, na co wskazała nowa projekcja. Głębszemu od oczekiwań cięciu stóp procentowych towarzyszyła deklaracja RPP, iż marcowa decyzja oznacza zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W naszej ocenie aktualna projekcja niedoszacowuje skali wyższej inflacji w latach 2016-2017. Silniejsze niż zakłada projekcja odbicie wskaźnika CPI może oznaczać, że nowa Rada Polityki Pieniężnej, która zostanie powołana na początku przyszłego roku, będzie musiała rozważyć zacieśnienie polityki monetarnej. Ewentualna korekta stóp możliwa by była jednak nie wcześniej niż w połowie 2016r. Czynnikiem, który mógłby wydłużyć okres rekordowo niskich stóp procentowych mogłoby być silne i szybkie umocnienie złotego wobec koszyka walut.
- Luty był drugim w rzędzie miesiącem umocnienia złotego względem euro. Mimo, iż w pierwszej połowie miesiąca sentyment inwestycyjny nie sprzyjał angażowaniu się w bardziej ryzykowne aktywa, to na koniec lutego kurs EUR/PLN zniżkował do 4,14 tj. poziomu najniższego od lipca 2014 r. Warto jednak podkreślić, iż w minionym miesiącu złoty tracił na wartości względem innych głównych walut. Systematycznie poprawiające się wyniki gospodarcze w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii nasilały oczekiwania na rozpoczęcie zaostrzania polityki pieniężnej przez Fed i BoE. W rezultacie kurs USD/PLN w lutym wyższkował o 11 groszy do 3,71, zaś kurs GBP/PLN na koniec miesiąca wzrósł do 5,72 czyli 8-letniego maksimum.

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

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0%-0,25%	17-18 mar	0-0,25%
SNB - LIBOR target rate (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	19 mar	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,05%	15 kwi	0,05%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	14-15 kwi	1,50%

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

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Wzrost gospodarczy w Q4 2014 nieco powyżej szybkiego szacunku GUS

Konsumpcja oraz inwestycje głównymi silnikami gospodarki

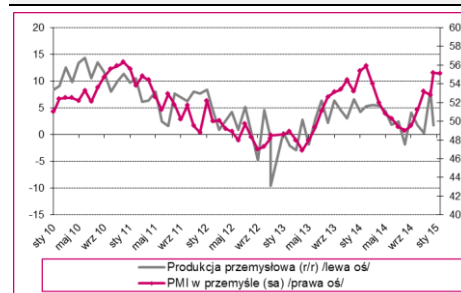
Tylko nieznaczne wyhamowanie aktywności ekonomicznej na początku tego roku

Wzrost gospodarczy w Q4 2014 wyniósł 3,1% r/r, nieco powyżej szybkiego szacunku GUS na poziomie 3,0% r/r. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych gospodarka polska urosła w ostatnich trzech miesiącach minionego roku o 0,7% kw/kw i tylko trzy kraje w Unii Europejskiej osiągnęły lepszy wynik. W ujęciu rocznym natomiast wzrost gospodarczy po odsezonowaniu wyniósł w Polsce 3,2% i tylko na Węgrzech był nieco szybszy. Wynik ten uznać należy za szczególnie korzystny, biorąc pod uwagę niesprzyjające otoczenie zewnętrzne, w tym niski wzrost w strefie euro, zawirowania na Wschodzie, a także sankcje rosyjskie.

Jak można było przypuszczać głównym motorem wzrostu pozostał popyt krajowy, który w Q4 ub.r. wzrósł realnie o 4,6% wobec 4,9% r/r kwartał wcześniej. Złożył się na to wzrost zarówno spożycia w sektorze gospodarstw domowych (+3,1%), jak i inwestycji w środki trwałe (+9,0%). Zwyżkom konsumpcji sprzyjała poprawa na rynku pracy i pogłębiająca się deflacja, a w rezultacie wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych. Inwestycje wspierane były natomiast przez dobre wyniki finansowe firm, rekordowo niskie stopy procentowe, a także wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych i dalszy napływ nowych zamówień. Warto przy tym zaznaczyć, że głównym motorem inwestycji były inwestycje prywatne firm. Nakłady na maszyny i urządzenia wzrosły w Q4 ub.r. o 13,6% r/r, zaś na środki transportu o 15,2% r/r. W tym samym czasie nakłady na budynki zwiększyły się nominalnie o 3,4% r/r, natomiast na pozostałe budownictwo o 3,9% r/r. Niewielką dynamikę nakładów na budownictwo potwierdziły dane o wartości dodanej w tym sektorze, która wzrosła w ujęciu realnym o 2,5% r/r.

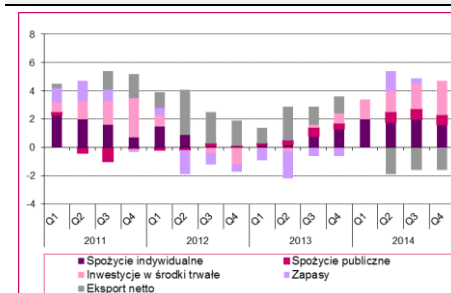
Dane za styczeń wskazały na wyhamowanie aktywności ekonomicznej w stosunku do końca minionego roku, jednak ma ono w głównej mierze charakter statystyczny i kalendarzowy. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała w minionym miesiącu do 1,7% r/r z 8,1% r/r w grudniu, w dużej mierze ze względu na ustąpienie korzystnego efektu kalendarzowego. Eliminując wpływ czynników sezonowych wzrost produkcji wyniósł 4,0% r/r wobec 5,7% r/r miesiąc wcześniej. Wciąż korzystnie wyróżniają się branże o wysokim udziale eksportu w sprzedaży ogółem, które notują najwyższe wzrosty produkcji. Wsparcie dla produkcji eksportowej stanowi stabilizacja koniunktury w strefie euro, w szczególności w Niemczech, naszego głównego partnera handlowego, a także kurs złotego, który wciąż wspiera konkurencyjność eksportu na rynkach zagranicznych. Wzrosty produkcji mają jednak szeroki zakres i objęły też branże zorientowane na rynek krajowy, wpisując się w obraz odbudowy popytu krajowego.

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



Źródło: GUS, Reuters

Wykres 2 Dekompozycja wzrostu gospodarczego [% r/r]



Źródło: GUS

Deflacja wspiera wyniki realnej konsumpcji

Wyhamowała też dynamika sprzedaży detalicznej, która w ujęciu nominalnym wzrosła o zaledwie 0,1% r/r wobec wzrostu o 1,8% r/r w grudniu. Ze względu na deflację znacznie korzystniej prezentują się dane w ujęciu realnym, według których wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 3,3% r/r wobec 4,0% r/r w grudniu. W ujęciu realnym przyspieszyła sprzedaż większości kategorii, szczególnie sprzedaż dóbr trwałego użytku. Potwierdza to, iż deflacja cen detalicznych, szczególnie na poziomie paliw i żywności korzystnie wpływa na konsumpcję gospodarstw domowych, ponieważ zwiększa dochody realne. Dodatkowo, spadek bezrobocia zmniejsza obawy o utratę zatrudnienia i sprzyja poprawie nastrojów gospodarstw domowych, co zwiększa ich skłonność do konsumpcji.

Makro i rynek

raport miesięczny

Podtrzymujemy scenariusz nieznacznego przyspieszenia wzrostu gospodarki w tym roku

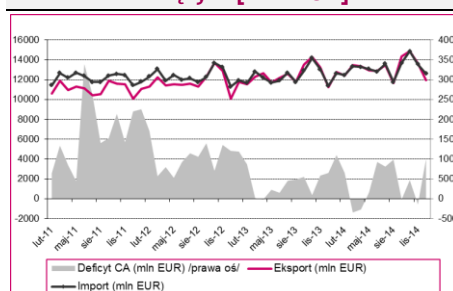
W 2014r. deficyt bieżący stanowił 1,3% PKB, a relacja ta nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim rokiem

W 2014r. polscy eksporterzy wykazali się dużą elastycznością i skutecznością w poszukiwaniu nowych rynków zbytu

Na ten rok pozostajemy umiarkowanie optymistyczni i dostrzegamy potencjał do nieznacznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 3,5% z 3,3% w roku 2014. Szanse na poprawę koniunktury potwierdzają też odczyty indeksów PMI dla polskiego przemysłu, które od pięciu miesięcy utrzymują się powyżej granicy 50 pkt., oddzielającej recesję od ekspansji. W lutym odczyt PMI na poziomie 55,1 pkt. był tylko nieznacznie poniżej rocznego maksimum. W lutym poprawiły się także inne indeksy wyprzedzające koniunktury dla Polski, w tym ZEW oraz ESI. Co prawda w Q1 br. oczekujemy nieznacznego wyhamowania dynamiki PKB, jednak druga połowa roku przyniesie odbudowę wzrostu. Wzrost zatrudnienia i towarzyszący temu wzrost dochodów rozporządzalnych, wsparty niską inflacją i rekordowo niskimi stopami procentowymi, będą wspierały konsumpcję prywatną. Dodatkowo przyczyną do wzrostu oczekujemy także w przypadku spożycia publicznego, czemu sprzyjać będzie wzrost wydatków publicznych i perspektywa roku wyborczego. Solidnego wzrostu, choć niższego niż w minionym roku, oczekujemy także w przypadku inwestycji w środki trwałe. Wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, dobra kondycja finansowa firm, rekordowo niskie stopy procentowe, w połączeniu z rosnącym portfelem zamówień będą sprzyjały inwestycjom w maszyny i urządzenia. Dominować powinny inwestycje o mniejszej wartości jednostkowej, głównie o charakterze modernizacyjnym, choć wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych wymusi też inwestycje w ich rozbudowę. Głównym ryzykiem dla wzrostu polskiej gospodarki pozostaje otoczenie zewnętrzne, szczególnie wolniejszy wzrost w Eurolandzie i konflikt rosyjsko-ukraiński. Ostatnie kwartały pokazują jednak, iż polskie firmy potrafią dostosować się do zmiennych warunków otoczenia i funkcjonować w trudnym otoczeniu zewnętrznym.

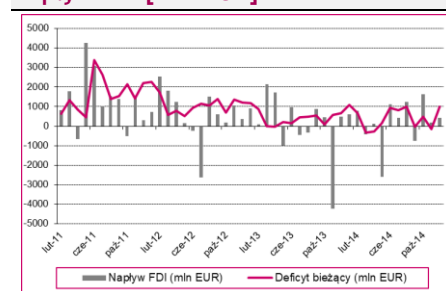
Rachunek bieżący wykazał w grudniu deficyt 1005 mln EUR wobec nadwyżki 143 mln EUR w listopadzie. Pogorszenie salda bieżącego w porównaniu z poprzednim miesiącem wynikało z pojawienia się deficytu na rachunku obrotów towarowych, w kwocie 633 mln EUR, oraz zmniejszenia nadwyżki na rachunku dochodów wtórnych. Wyrażony w euro eksport towarów rósł w grudniu o 6,6% r/r, co potwierdza stabilny popyt na polskie towary, pomimo utrudnionego dostępu do rynku rosyjskiego i ukraińskiego i wciąż trudnej sytuacji gospodarczej strefy euro. Import zwiększył się o 10,7% r/r, co jest konsekwencją silnego popytu krajowego. W całym 2014r. deficyt bieżący stanowił 1,3% PKB, a relacja ta nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim rokiem i pozostawała na niskim poziomie. Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego było w 2014r. dodatnie równe 1,1% PKB, wobec 1,0% w 2013r. Pokazuje to, że polska gospodarka nie jest obecnie uzależniona od krótkoterminowego finansowania z zagranicy co zmniejsza jej podatność na szoki zewnętrzne.

Wykres 3 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]



Źródło: NBP

Wykres 4 Saldo rachunku bieżącego i napływ FDI [mln EUR]



Źródło: NBP

Dane GUS pokazały, że w 2014r. polscy eksporterzy wykazali się dużą elastycznością i skutecznością w poszukiwaniu nowych rynków zbytu. W całym 2014r. roku wyrażony w euro eksport do krajów Europy Środkowo-Wschodniej spadł o 17,5%, czyli o ok. 2,5 mld EUR, w tym samym czasie eksport do strefy euro zwiększył się o 9,4% czyli o 7,5 mld EUR. Wzrost sprzedaży na rynkach Europy zachodniej odbywał się pomimo problemów gospodarczych strefy euro. Polscy producenci potrafią więc działać na bardzo konkurencyjnym rynku, konsekwencja takich warunków jest jednak ciągła presja na spadek cen wyrobów gotowych. Wg badania PMI w lutym ceny wyrobów gotowych spadły dwudziesty siódmy miesiąc z rzędu i to w wyraźnym tempie, co najczęściej uzasadniano presją konkurencyjną.

Makro i rynek

raport miesięczny

Deficyt obrotów bieżących w 2015r. może wzrosnąć do 2,1% PKB, pozostanie jednak na niskim i bezpiecznym poziomie

Wzrost bezrobocia na początku roku ma charakter sezonowy, a mniejszy ruch na rynku pracy w styczniu był zjawiskiem jednorazowym

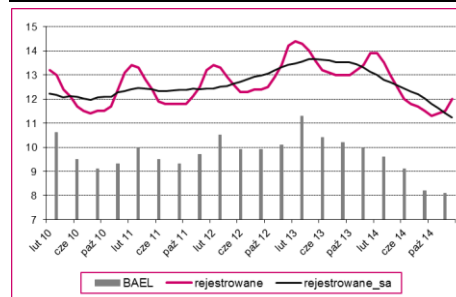
Presja na wzrost płac pozostaje niewielka

Również w przypadku importu zaobserwowano w 2014r. spadek znaczenia rynków wschodnich, zapewne za sprawą spadku cen ropy naftowej, który został zrekompensowany przez wzrost obrotów z krajami rozwijającymi się i strefą euro. W rezultacie w 2014r. import był o 5,5% wyższy niż przed rokiem. W strukturze importu w porównaniu z 2013r. odnotowano wzrost importu dóbr inwestycyjnych o 3,2%, towarów przeznaczonych na zużycie pośrednie o 4,7% oraz towarów konsumpcyjnych, o 10,2%. Wzrost znaczenia towarów konsumpcyjnych sugeruje, że w kolejnych kwartałach można spodziewać się dalszego solidnego wzrostu importu w ślad za wzrostem spożycia indywidualnego. W 2015r. spodziewamy się też utrzymania wzrostów eksportu. Saldo wymiany towarowej powinno jednak ulec pogorszeniu. W rezultacie deficyt bieżący w 2015r. może wzrosnąć do 2,1% PKB, pozostanie jednak na niskim i bezpiecznym z punktu widzenia stabilności gospodarki poziomie.

Na początku 2015r., niektóre dane z rynku pracy mogą nieco niepokoić, jednak wzrost bezrobocia na początku roku ma charakter sezonowy, a mniejszy ruch na rynku pracy w styczniu był w naszej ocenie zjawiskiem jednorazowym. Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 12,0% z 11,5% w grudniu i była o 1,9 pkt. proc. niższa niż na początku 2014r. Wzrost bezrobocia wynikał z zakończenia wraz z końcem roku umów na czas określony i form aktywizacji zawodowej oraz typowego dla zimy przestoju w budownictwie, rolnictwie i niektórych usługach. W styczniu 2015r. liczba bezrobotnych wyrejestrowanych spadła o 7,6% r/r (o 8,1% z tytułu podjęcia pracy). Liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca spadła natomiast o 5,4% r/r po wzroście o 18,6% r/r w grudniu. Jednocześnie można było zaobserwować spadek liczby nowo zarejestrowanych bezrobotnych o 8,1% r/r, co potwierdza tezę o małym ruchu na rynku pracy na początku roku. W naszej ocenie sytuacja w kolejnych miesiącach powinna się poprawiać, a bezrobocie będzie spadać jesienią nawet do poziomów jednocyfrowych m.in. za sprawą czynników sezonowych. Spodziewamy się jednak kontynuacji fundamentalnej poprawy na rynku pracy. Na silny wzrost popytu na pracę w przemyśle wskazuje wynik najnowszego badania PMI. W lutym tempo wzrostu liczby miejsc pracy przyspieszyło trzeci miesiąc z rzędu do najwyższego poziomu od stycznia 2014r. było drugim najwyższym w historii badań. Wzrost liczby miejsc pracy wynika też z badań koniunktury opracowywanych przez GUS i NBP. Oczekujemy, że w lutym stopa bezrobocia wyniosła 12,0%, co jest zgodne z szacunkiem MPiPS.

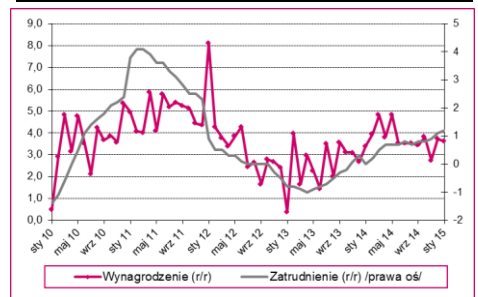
Presja na wzrost płac pozostaje niewielka, a przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w styczniu o 3,6% r/r. Coroczna weryfikacja próby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób nie zaburzyła istotnie odczytu zatrudnienia w styczniu 2015r., kiedy wzrosło ono o 1,2% r/r po wzroście o 1,1% r/r w grudniu. W rezultacie nominalny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się o 4,9% r/r, w połączeniu ze spadającymi cenami konsumpcji dało to wzrost realny o 6,3% r/r, najsilniejszy od listopada 2008r. Stabilna sytuacja na rynku pracy i niski wskaźnik CPI są ciagle wsparciem dla konsumpcji gospodarstw domowych. Szacujemy, że przeciętne wynagrodzenie zwiększyło się w lutym o 3,2% r/r, zatrudnienie wzrosło natomiast o 1,2%. W ciągu roku spodziewamy się kontynuacji wzrostu zatrudnienia w obecnym tempie i utrzymania niewielkiego wzrostu płac, gdyż siła przetargowa pracowników jest nadal niewielka.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: GUS, obliczenia własne

Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przeds. [%]



Źródło: GUS

Makro i rynek

raport miesięczny

Dane BAEL wskazują na systematyczny wzrost zatrudnienia oraz spadek liczby bezrobotnych i w konsekwencji poprawę wskaźnika zatrudnienia

Nowy rekord deflacji w styczniu

Spadki cen surowców pogłębiają deflację cen producentów

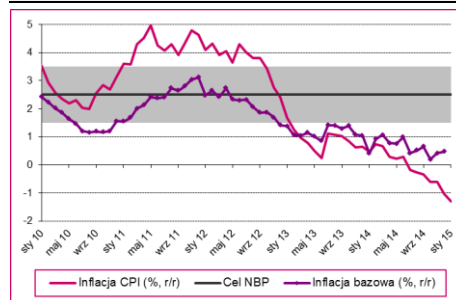
Dołek deflacji prawdopodobnie za nami, ale wzrost wskaźnika CPI będzie powolny

Z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności wynika, że w Q4 stopa bezrobocia spadła do 8,1% z 8,2% w Q3 oraz 9,8% w Q4 2013r. Badanie to jako bezrobotne traktuje osoby które faktycznie poszukują pracy i są gotowe ją podjąć w ciągu 2 tygodni, stąd rozbieżność pomiędzy danymi BAEL i oficjalnym rejestrem. Dane wskazują na systematyczny wzrost zatrudnienia, w Q4 o 1,9% r/r, wyższy niż w sektorze przedsiębiorstw, oraz spadek liczby bezrobotnych i w konsekwencji poprawę wskaźnika zatrudnienia.

Pierwszy miesiąc nowego roku przyniósł pogłębienie się deflacji. Wskaźnik CPI wyniósł w styczniu minus 1,3% r/r wobec minus 1,0% r/r w grudniu ub.r. To już siódmy miesiąc, kiedy inflacja pozostaje poniżej zera. Należy dodać, że odczyt za styczeń ma charakter wstępny, ponieważ oparty jest o stary koszyk inflacyjny. Z tego też powodu nie zostały opublikowane szczegółowe dane o zmianach cen we wszystkich kategoriach koszyka inflacyjnego. Wraz z publikacją danych za luty, opublikowany zostanie ostateczny odczyt za styczeń, który wyliczony będzie w oparciu o zrewidowany koszyk inflacyjny. Czynnikiem pogłębiającym deflację w styczniu były, podobnie jak w poprzednich miesiącach, spadające ceny paliw. W samym styczniu paliwa na stacjach benzynowych potaniały o ok. 7% m/m, a w połowie stycznia cena ropy Brent spadła do najniższego poziomu od połowy 2009r., osiągając 45 USD za baryłkę. Dezinflacji pomaga też sytuacja na rynku żywności. W styczniu tego roku sezonowy wzrost cen żywności był mniejszy niż przed rokiem i wyniósł 0,7% m/m. W rezultacie ich roczny spadek pogłębił się do 3,9% z 3,2% miesiąc wcześniej. Zmiany cen pozostałych pozycji koszyka inflacyjnego były niewielkie. Ze względu na ograniczony zakres opublikowanych przez GUS danych nie można wyliczyć miar inflacji bazowej, jednak prawdopodobnie wzrosła ona nieznacznie w styczniu do 0,7% r/r z 0,5% r/r w grudniu. Presja cenowa ze strony popytu pozostaje wciąż niewielka.

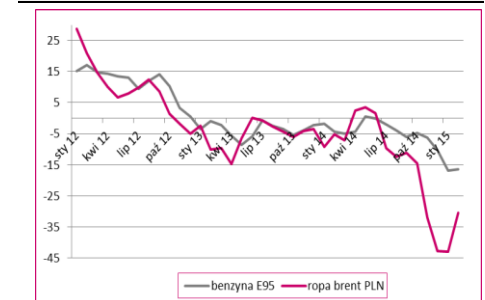
Spadające ceny surowców pogłębiły deflację na poziomie producentów. Wskaźnik PPI spadł w styczniu o minus 2,9% r/r, natomiast w skali miesiąca ceny produkcji sprzedanej przemysłu zniżkowały o 0,2%. Najsilniej obniżyły się jednak nie ceny paliw, ale ceny w górnictwie rud metali, które spadły w styczniu o 9,1%. Jest to efekt taniejących metali przemysłowych na międzynarodowych rynkach surowcowych. Tylko w styczniu cena miedzi na giełdzie LME spadła o ok. 15%. Ceny produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej obniżono natomiast o 8,3%. Spadające ceny surowców pozwalają obniżyć koszty produkcji, na co wskazywali przedsiębiorcy w badaniu PMI.

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



Źródło: GUS, NBP

Wykres 8 Ceny ropy Brent w PLN i ceny detaliczne benzyny [% r/r]



Źródło: EcoWin

Okres deflacji się wydłuża, a jej zakres jest nieco głębszy od wcześniejszych oczekiwań, na co duży wpływ miały silne spadki cen paliw na początku tego roku. To źródło dezinflacji stopniowo wyczerpuje się jednak. Od dołka na przełomie stycznia i lutego, cena ropy Brent wzrosła o ok. 25%. Jeszcze bardziej, bo o ok. 33%, wzrosły ceny w ujęciu złotowym, ze względu na umocnienie dolara amerykańskiego wobec złotego. Widać to już na stacjach benzynowych, gdzie ceny paliw płynnych rosną od początku lutego. Dno deflacji zostało prawdopodobnie osiągnięte w lutym, kiedy według naszych szacunków wskaźnik CPI ukształtował się na poziomie ze stycznia (minus 1,3% r/r). W kolejnych miesiącach oczekujemy jego stopniowej wyżki, choć dopiero w Q3 powróci do wartości powyżej zera. O ile presja cenowa z gospodarki utrzymać się będzie wciąż na niskim poziomie, to wyżka wskaźnika CPI związana będzie z czynnikami bazowymi i ustępowaniem efektów pozytywnych szoków podażyowych na rynku żywności i paliw. Aktualne scenariusze wskazują na stabilizację cen ropy Brent w okolicach 60 USD za baryłkę, co by oznaczało, że w drugiej połowie

Makro i rynek

raport miesięczny

tego roku czynniki statystyczne będą istotnie podbijały roczny wskaźnik CPI. Także w przypadku cen żywności można oczekiwać mniejszych spadków niż w roku 2014 r., co będzie zwiększało roczny wskaźnik CPI. Skutki tego będzie widać szczególnie w drugiej połowie tego roku oraz na początku przyszłego. W dalszym jednak ciągu inflacja będzie znajdowała się poniżej celu banku centralnego, choć już na początku przyszłego roku może przekroczyć 1,5% tj. dolne ograniczenie przedziału dopuszczalnych odchyień od celu banku centralnego.

POLITYKA PIENIĘŻNA

Obniżając stopy o 50 bps w marcu, RPP zakończyła cykl łagodzenia polityki pieniężnej

W nowej projekcji inflacji wskaźnik CPI nie osiągnie dolnej granicy celu do 2017r. W naszej ocenie to zbyt optymistyczny wynik

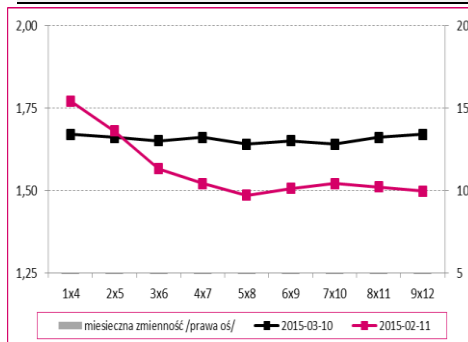
W przyszłym roku możliwe podwyżki stóp

Posiedzenie RPP w marcu zakończyło się głębszym od oczekiwań cięciem stóp procentowych, które zostały obniżone o 50 bps. Konsensus rynkowy wskazywał na spadek kosztu pieniądza o 25 bps. W rezultacie stopa referencyjna spadła do nowego minimum na poziomie 1,50%. Główną przesłanką przesądającą o cięciu kosztu pieniądza było wydłużenie się okresu deflacji i wyraźny wzrost ryzyka pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie, na co wskazała nowa projekcja przygotowana przez ekspertów NBP. Głębszemu od oczekiwań cięciu stóp procentowych towarzyszyła deklaracja RPP, iż marcowa decyzja oznacza zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Wskazał na to też prezes M. Belka, który na konferencji po posiedzeniu powiedział, że nie widzi miejsca na dalsze obniżki oprocentowania. Można więc uznać, że do końca obecnej kadencji RPP stopy procentowe utrzymane zostaną na niezmiennym poziomie.

W aktualnej projekcji inflacji i PKB, przygotowanej przez ekspertów NBP, ścieżka inflacji została zrewidowana wyraźnie w dół w porównaniu z projekcją listopadową, natomiast nieznacznie została podniesiona ścieżka wzrostu PKB w stosunku do listopada. W całym horyzoncie projekcji, tzn. do końca 2017r. roczna zmiana indeksu CPI będzie znajdowała się poniżej dolnego ograniczenia pasma pożądanych odchyień od celu NBP. Co więcej projekcja NBP zakłada deflację do końca Q3 2015r. Warto zauważyć, że centralna ścieżka projekcji jest wyraźnie niższa niż aktualny konsensus rynkowy dla inflacji w latach 2016-2017. Utrzymywanie się tak niskiej zmiany poziomu cen jest nie tylko skutkiem zmian cen surowców energetycznych i żywności, lecz także bardzo niskiej inflacji bazowej. W projekcji średnioroczna inflacja w 2015r. wynosi -0,5%, w 2016r. 0,9% w 2017r. natomiast 1,2%. Tempo wzrostu gospodarczego w 2015r. wynosi 3,4% oraz 3,3% i 3,5% odpowiednio w 2016r. i 2017r. Nasze prognozy dotyczące wzrostu PKB są zbliżone do prezentowanych w projekcji, zakładamy jednak nieco szybsze odbicie inflacji w horyzoncie projekcji, która już w połowie przyszłego roku może osiągnąć dolne ograniczenie celu inflacyjnego.

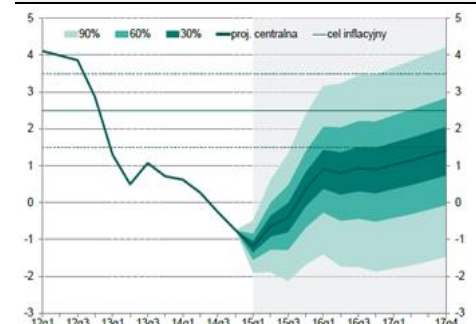
Silniejsze niż zakłada aktualna projekcja odbicie wskaźnika CPI oznacza, że nowa Rada Polityki Pieniężnej, która zostanie powołana na początku przyszłego roku, będzie musiała rozważyć zacieśnienie polityki monetarnej. Co prawda wzrost inflacji będzie stopniowy, a wskaźnik CPI wciąż pozostawać będzie poniżej celu banku centralnego to już na początku przyszłego roku może zbliżyć się do dolnego ograniczenia odchyień od celu. W rezultacie, realne stopy procentowe mogą stać się ujemne, co może być poziomem nieoptymalnym przy oczekiwanym utrzymaniu tempa wzrostu gospodarczego. Ewentualna korekta stóp możliwa by była jednak nie wcześniej niż w połowie 2016r. Czynnikiem, który mógłby wydłużyć okres rekordowo niskich stóp procentowych mogłoby być silne i szybkie umocnienie złotego wobec koszyka walut.

Wykres 9 Kwotowania kontraktów FRA [%]



Źródło: Reuters

Wykres 10 Projekcja inflacji CPI [%; r/r]



Źródło: NBP

Cięcie stóp o 50 bps oraz wyraźna deklaracja RPP o zakończeniu cyklu obniżek stóp procentowych przełożyła się na dostosowanie stawek na rynku pieniężnym. Po decyzji RPP Wbór 3-miesięczny spadł do 1,65% z 1,92% przed posiedzeniem. Kontrakty FRA natomiast wyceniają stabilizację stóp procentowych do końca roku, a pierwsza podwyżka stóp wyceniana jest w połowie 2016r.

Wg wstępnych danych ministerstwa finansów deficyt budżetu państwa po styczniu wyniósł 579,6 mln PLN

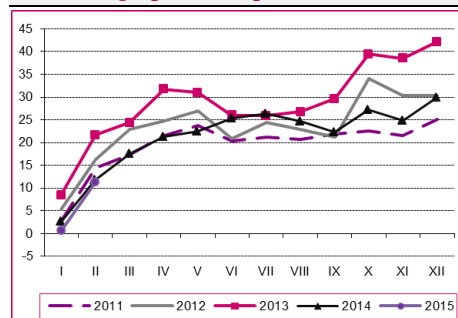
Deficyt sektora finansów publicznych w 2014r. prawdopodobnie przekroczył 3,3% PKB

POLITYKA FISKALNA

Według wstępnych danych ministerstwa finansów deficyt budżetu państwa po styczniu wyniósł 579,6 mln PLN, i stanowił 1,3% planowanej na cały rok kwoty 46,08 mld PLN. Zgodnie z harmonogramem dochodów i wydatków budżetu państwa na 2015r. deficyt po styczniu miał wynieść 1,7 mld PLN. W porównaniu ze styczniem 2014r. dochody budżetu zmniejszyły się o 3,8%. Spadek dotyczył podatków pośrednich, a najsilniej, o 10,5% r/r zmniejszyły się wpływy z tytułu VAT i podatku od gier. Słaba realizacja VAT jest związana ze zmianą procedur celnych i z przesunięciem wpływów pomiędzy styczniem i lutym. Nie bez znaczenia są też spadające ceny, które zmniejszają bazę podatków pośrednich. Jednocześnie odnotowano solidne wzrosty wpływów z tytułu podatków dochodowych. Wydatki budżetu państwa były o 10,0% niższe niż przed rokiem. Ze wstępnych danych wynika, że po lutym deficyt będzie zgodny z harmonogramem i wyniesie ok. 11,3 mld PLN, czyli 24,5% planu rocznego. W 2015r. nie spodziewamy się problemów z realizacją budżetu, jednak ze względu na rok wyborczy oraz prawdopodobnie znacznie niższą niż założono zmianę cen nie spodziewamy się też deficytu wyraźnie niższego od planu.

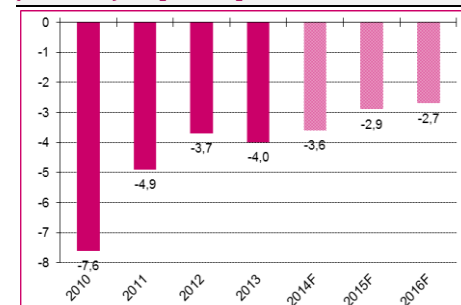
Deficyt sektora finansów publicznych w 2014r. prawdopodobnie przekroczył 3,3% PKB, na taką możliwość wskazuje minister finansów Mateusz Szczurek. Jednocześnie w 2015r. deficyt sektora prawdopodobnie spadnie poniżej 3,0% PKB, co umożliwi Polsce wyjście z procedury nadmiernego deficytu. Komisja Europejska prognozuje, że deficyt polskiego sektora finansów publicznych w relacji do PKB spadnie z 3,6% w 2014 r. do 2,9% w 2015r. oraz do 2,7% w 2016r. Scenariusz przedstawiony przez Komisję jest zgodny z naszą prognozą.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



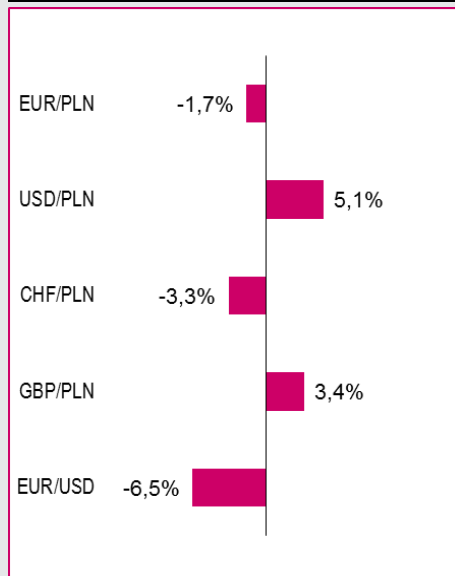
Źródło: MinFin

Wykres 12 Deficyt sektora finansów publicznych [% PKB]



Źródło: GUS, Komisja Europejska

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



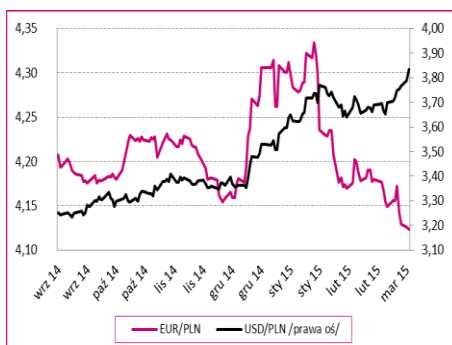
Źródło: Reuters

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Luty był drugim w rzędu miesiącem, który zakończył się umocnieniem złotego w relacji do euro. Mimo, iż sentyment inwestycyjny, w szczególności w pierwszej połowie ubiegłego miesiąca, nie sprzyjał angażowaniu się w bardziej ryzykowne aktywa, to na koniec lutego kurs EUR/PLN zniżył się do poziomu 4,14 tj. najniższego od lipca 2014 roku. Aprecjacja złotego w lutym obserwowana była także wobec franka szwajcarskiego. Kurs CHF/PLN zniżył się o około 17 groszy osiągając poziom 3,84 tj. najniższy od 15 stycznia - dnia rezygnacji SNB z bronięcia minimalnego kursu EUR/CHF na poziomie 1,20. Warto jednak podkreślić, iż w minionym miesiącu złoty tracił na wartości względem pozostałych głównych walut. Systematycznie poprawiające się wyniki gospodarcze w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii nasilały oczekiwania na rozpoczęcie zaostrzania polityki pieniężnej przez Fed i BoE. W rezultacie kurs USD/PLN w lutym zwiększył się o 11 groszy do 3,71. Z kolei kurs GBP/PLN na koniec miesiąca wzrósł do 5,72 czyli 8-letniego maksimum.

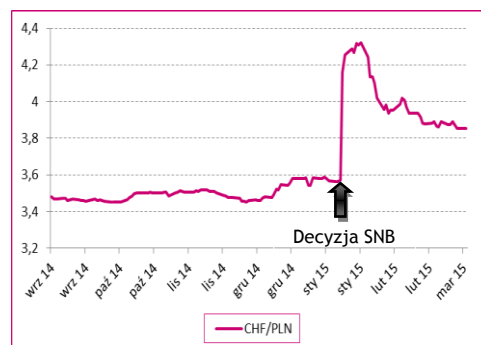
Początkowo źródłem osłabienia złotego oraz pozostałych walut regionu były informacje dotyczące Grecji, gdzie po zwycięstwie w wyborach parlamentarnych skrajnej lewicy, nowy rząd ogłosił zejście z drogi oszczędności, co przywróciło obawy o możliwość wyjścia kraju z unii monetarnej. Negatywnie na apetycie na ryzyko odbijał się także problem zaostrzających się walk we wschodniej Ukrainie. Dodatkowym czynnikiem napędzającym przecenę złotego była korekta techniczna, po wcześniejszych dwóch tygodniach silnego umocnienia polskiej waluty. W rezultacie kurs EUR/PLN osiągnął poziom 4,2230. Zawrócił z niego dopiero pod wpływem informacji o porozumieniu w sprawie tymczasowego programu pomocy dla Grecji oraz o zawieszeniu ognia w rosyjsko-ukraińskich walkach. W drugiej połowie minionego miesiąca pozytywnie na wartość złotego oraz pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej przekładało się ponadto bardziej łagodne od rynkowych oczekiwań podejście prezesa Fed do zaostrzania polityki pieniężnej. Wskazywana przez J.Yellen cierpliwość w kwestii podwyżek stóp procentowych w USA wspierała wycenę bardziej ryzykownych walut.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Reuters

Wykres 15 Notowania kursu CHF/PLN z zaznaczeniem decyzji SNB



Źródło: Reuters

W lutym czynniki krajowe miały drugorzędne znaczenie dla wartości złotego

Wartość złotego w zdecydowanym stopniu uzależniona będzie od wydarzeń zewnętrznych

W lutym czynniki krajowe mimo, iż miały drugorzędne znaczenie, to obok sygnałów z USA sprzyjały umocnieniu polskiej waluty. Lepsze od oczekiwań dane sprawiły, że rynek częściowo zweryfikował swoje nastawienie oczekując mniejszej skali łagodzenia polityki pieniężnej zarówno w marcu, jak i w kolejnych miesiącach. Ostatecznie jednak na posiedzeniu w marcu RPP obniżyła stopy procentowe o 50 bps tj. silniej od oczekiwań, czym wywołała umiarkowaną przecenę złotego.

Zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP na posiedzeniu w marcu sprawia, że wartość złotego w kolejnych miesiącach w zdecydowanym stopniu uzależniona będzie od wydarzeń zewnętrznych. W naszej ocenie bilans szans i potencjalnych zagrożeń przemawia za umocnieniem złotego w relacji do euro w pierwszej połowie roku z możliwym testem poziomu 4,05. Podstawowym czynnikiem aprecjacji będzie rozszerzenie ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez ECB, które sprawi, że zagraniczny kapitał będzie chętniej lokowany w polskie aktywa.

Makro i rynek

raport miesięczny

Mniejszy apetyt na ryzyko sprawił, że w lutym saldo przepływów obligacji u inwestorów zagranicznych było ujemne

Euforia na rynkach, będąca reakcją na decyzję ECB sprawiła, że spadki rentowności polskich obligacji nabrały tempa

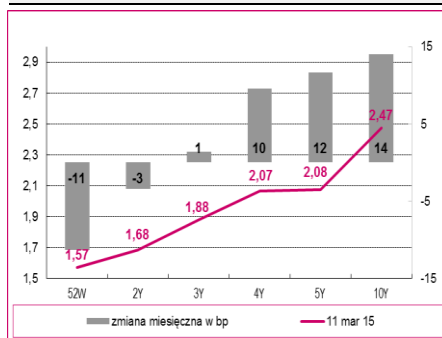
Początek marca przyniósł wyznaczenie przez rentowność wszystkich tenorów obligacji tegorocznych maksimów

Źródłem zaburzeń i korekty notowań polskiej waluty może okazać się natomiast groźba ponownego wybuchu konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, czy powrót obaw o przyszłość Grecji w strukturach unii monetarnej, w związku z potrzebą przygotowania pod koniec drugiego kwartału nowego programu pomocy finansowej. W średnim terminie czynnikiem ograniczającym aprecjacyjny trend złotego będzie sytuacja w Stanach Zjednoczonych. W wyniku postępującej poprawy sytuacji gospodarczej Rezerwa Federalna może w drugiej połowie roku zdecydować o podwyżce stóp procentowych. Normalizacja polityki pieniężnej w USA może wywierać umiarkowany negatywny wpływ na wartość walut emerging markets tj. głównych beneficjentów wcześniejszego łagodnego nastawienia Fed. Z tego powodu oczekujemy, iż na koniec 2015 roku kurs EUR/PLN wyniesie 4,15. W dalszym ciągu odmiennie postrzegamy natomiast perspektywy złotego względem dolara. Wysoce prawdopodobne podwyżki kosztu pieniądza w USA w drugiej połowie roku będą premiować dolara na międzynarodowym rynku, a w skrajnej sytuacji kurs USD/PLN może nawet zrównać się z notowaniami EUR/PLN.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

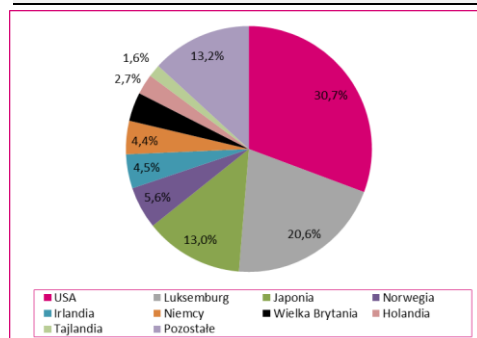
Luty był okresem wzrostu rentowności obligacji o dłuższych terminach zapadalności oraz stabilizacji dochodowości 2-latek skutkującej wystromieniem krzywej SPW. Czasowe wyczerpanie się, trwającego niemal nieprzerwanie od ponad roku, spadkowego trendu dochodowości było wynikiem miksu czynników zewnętrznych i wewnętrznych. Zdecydowanie lepsze od konsensusu dane z krajowej gospodarki, w szczególności odczyt PMI, wpłynęły na zmniejszenie oczekiwań na powrót RPP do obniżek stóp procentowych podczas posiedzenia w lutym. Dodatkowo negatywnie na wartość polskiego długu oddziaływały informacje z Grecji, która sprzeciwiała się polityce oszczędności narzuconej przez międzynarodowych pożyczkodawców. Związany z tym faktem wzrost awersji do ryzyka premiował wycenę bardziej bezpiecznych aktywów, jakich jak Bundy. W rezultacie, w lutym rozszerzeniu z poziomu 167 bps na koniec stycznia do 192 bps na koniec ubiegłego miesiąca uległ spread pomiędzy polską 10-latką, a niemieckim odpowiednikiem. Dość wyraźnie, bo o około 25 bps do 184 bps zwiększyła się także różnica w rentowności krajowej 2-latki i Schatz'a. Z powodu mniejszego apetytu na ryzyko w lutym saldo przepływów obligacji u inwestorów zagranicznych, zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów, było ujemne.

Wykres 16 Miesięczna zmiana rentowności polskich obligacji [%]



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Wykres 17 Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w SPW wg krajów [%]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Początek marca przyniósł utrzymanie tego trendu, a źródłem spadającego zainteresowania inwestorów zagranicznych były czynniki zewnętrzne. Mimo, iż marcowa decyzja RPP o bardziej agresywnej od konsensusu obniżce stóp procentowych wywołała wzrost cen długu, w szczególności papierów o krótkich terminach zapadalności, to nie trwał on długo. Już po dwóch dniach od posiedzenia Rady dług dynamicznie zwyżkował w rentownościach reagując na optymistyczne dane z amerykańskiego rynku pracy, które nasiliły rynkowe oczekiwania na zaostrzenie polityki pieniężnej przez Fed. W rezultacie początek marca przyniósł wyznaczenie przez rentowność wszystkich tenorów obligacji tegorocznych maksimów. Dochodowość polskiej 10-latki wzrosła do poziomu 2,50% wobec 2,00% na początku lutego. W pierwszych dniach marca do 2,19% wzrosła natomiast dochodowość 5-letnich obligacji,

Spodziewamy się fluktuacji cen polskiego długu w reakcji na dane z USA

Tabela 2. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2014 i 2015

III 2014			III 2015	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
06.03.14	OK0716/ WZ0119	5,5		
20.03.14	przetarg zamiany	4,8		
12.03.15			WZ0124/ DS0275/ WS0428	3-4

Źródło: MinFin

Luty był pierwszym od wielu miesięcy okresem stabilizacji kursu EUR/USD

Kurs EUR/USD wyznaczył minimum z sierpnia 2003 roku

która jeszcze sześć tygodni temu wynosiła 1,65%. Stabilne na poziomie 1,70% były natomiast notowania papierów z krótkiego końca krzywej.

Ogłoszenie zakończenia przez RPP cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w marcu wraz ze sprawną, bo około 50% realizacją tegorocznych potrzeb pożyczkowych sprawia, że wycena polskiego długu znajdzie się pod dominującą presją czynników zewnętrznych. Rozpoczęty 9 marca program skupu obligacji skarbowych państw strefy euro będzie stanowić potencjalny impuls do spadku dochodowości długu w strefie euro, a pośrednio może także i w całej Europie. Spośród polskich papierów ewentualnym beneficjentem napływu kapitału zagranicznego nasilonego decyzją ECB o rozszerzeniu skupu aktywów mogą okazać się obligacje o 10-letnim terminie zapadalności. Należy jednak podkreślić, iż potencjalny wpływ programu QE w EMU będzie ograniczony ze względu na wcześniejsze zdyskontowanie przez rynki takiego scenariusza działań ECB. Niezwykle trudno będzie zatem zbliżyć się do historycznych minimów rentowności ustanowionych pod koniec stycznia. Przeciwwagą dla strony popytowej będzie wysokie, bo około 31%, zaangażowanie inwestorów amerykańskich w polskie papiery. Będzie ono podnosić wrażliwość rynku na dane z USA i oczekiwania co do podwyżek stóp przez Fed. Z tego powodu spodziewamy się możliwych fluktuacji cen polskiego długu każdorazowo w reakcji na dane np. z rynku pracy USA, czy publikacje minutes FOMC. Uważamy, iż nasilone obecnie, pod wpływem ostatnich danych payrolls, oczekiwania na zacieśnianie polityki pieniężnej jeszcze w tym roku zostaną wygaszone prawdopodobnie już w połowie marca, gdy Rezerwa Federalna utrzyma swoje „cierpliwe” stanowisko. Z tego powodu spodziewamy się krótkotrwałego powrotu rentowności do spadków. Docelowo jednak spodziewamy się, iż od połowy drugiego kwartału dochodowość obligacji 5- i 10-letni zacznie systematycznie rosnąć. Spodziewamy się bowiem, iż normalizacja polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych wraz z coraz lepszymi wynikami polskiej gospodarki będą stopniowo wywierać presję na wzrost rentowności. Rozszerzeniu, z obecnych 35 bps w przypadku 10-letniego tenoru, ulegną także spready pomiędzy polskim, a amerykańskim długiem dyskontującym rozpoczęcie cyklu podwyżek kosztu pieniądza. W tym czasie krótki koniec krzywej pozostanie natomiast na stabilnym poziomie niewiele, bo około 15 - 20 bps wyższym od obecnego poziomu stopy referencyjnej. W rezultacie oczekujemy wystromienia się krzywej w drugiej połowie roku.

RYNKI ZAGRANICZNE

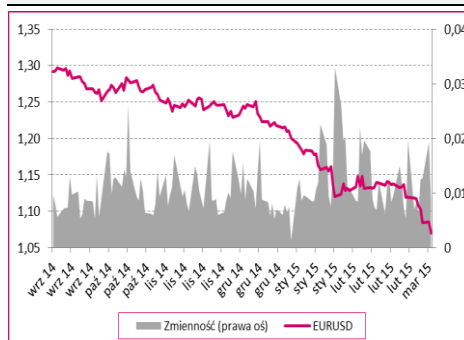
Mimo początkowej podwyższonej zmienności notowań eurodolara, luty był pierwszym od wielu miesięcy okresem stabilizacji kursu EUR/USD. Krótkotrwałą aprecjację wspólnej waluty w pierwszych dniach minionego miesiąca wywołało porozumienie w sprawie zawieszenia broni we wschodniej Ukrainie. Kurs EUR/USD wzrósł wtedy do poziomu 1,1532 tj. lutowego maksimum. W tym czasie pozytywnie na wartość wspólnej waluty przekładały się ponadto informacje w sprawie zbliżenia stanowisk na linii Ateny-Bruksela podczas szczytu liderów UE. Kolejne dni przyniosły jednak uspokojenie notowań w oczekiwaniu na nowe impulsy, a kurs EUR/USD przez resztę ubiegłego miesiąca oscylował, z zachowaniem niewielkiej zmienności, wokół poziomu 1,14. Powrót do spadku pary EUR/USD przyniosły natomiast pierwsze dni marca.

Wtedy to wyraźna, bo 2-centowa zniżka eurodolara i ustanowienie najniższego od 6 tygodni poziomu 1,12 pary EUR/USD było wynikiem sugestii jednego z członków amerykańskiej Rezerwy Federalnej dotyczącej usunięcia z komunikatów FOMC słowa „cierpliwość” - zalecanego, w kontekście podwyżek stóp procentowych, przez prezes Fed. Jastrzębie stanowisko J.Bullarda wywołało umocnienie dolara, a rynek na nowo zaczął oczekiwać zacieśnienia polityki pieniężnej w USA pod koniec drugiego kwartału. Tym bardziej, iż na początku marca w podobnym tonie wypowiedział się inny członek Rezerwy Federalnej - J.Williams z oddziału Fed w San Francisco. Czynnikiem, który natomiast przesądził o dynamicznym umocnieniu dolara na początku marca były optymistyczne dane z amerykańskiego rynku pracy. Stanowiący najdłuższą od 2004 roku serię dwunasty z rzędu przyrost nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym przekraczający 200 tysięcy skutkowało spadkiem kursu EUR/USD do najniższego od sierpnia 2003 roku poziomu 1,0750. Nie bez znaczenia dla spadku eurodolara była także retoryka posiedzenia EBC w marcu, na którym prezes M.Draghi oficjalnie poinformował o rozpoczęciu z dniem 9 marca programu skupu obligacji rządowych, a także wybranych międzynarodowych instytucji zlokalizowanych w strefie euro. Umocnienie amerykańskiej waluty miało szeroki zakres o czym świadczą wieloletnie maksima indeksu dolarowego.

Makro i rynek

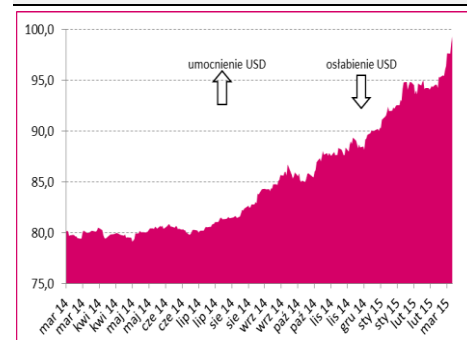
raport miesięczny

Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań



Źródło: Reuters

Wykres 19 Notowania indeksu dolarowego DXY [w USD]



Źródło: Reuters

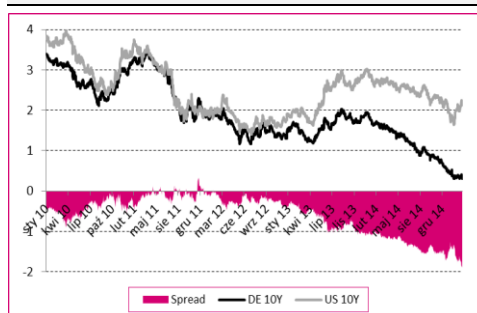
W połowie lutego 6-letnie maksimum osiągnęły notowania pary EUR/SEK

Ostatnie tygodnie to także spore zmiany w notowaniach innych par walutowych. Kurs EUR/CHF, wspierany wypowiedzią prezesa SNB, który stwierdził, iż frank wciąż jest wyraźnie przewartościowany, a bank jest gotowy do interwencji na rynku walutowym, wzrósł do poziomu 1,08 tj. najwyższego od decyzji banku w połowie stycznia o zaprzestaniu obrony kursu eurofranka na poziomie 1,20. W połowie lutego 6-letnie maksimum osiągnęły notowania pary EUR/SEK, po tym jak szwedzka korona znalazła się pod presją sprzedających, w związku z decyzją tamtejszego banku centralnego o obniżce stóp procentowych do ujemnego poziomu. Pozytywnie wyróżniał się natomiast brytyjski funt. Na fali pozytywnych wyników gospodarki Wielkiej Brytanii, kontrastujących z sytuacją w strefie euro, kurs EUR/GBP osiągnął minimum z końca 2007 roku.

Dostrzegamy obecnie możliwość wystąpienia korekty w dynamicznym trendzie aprecjacji dolara

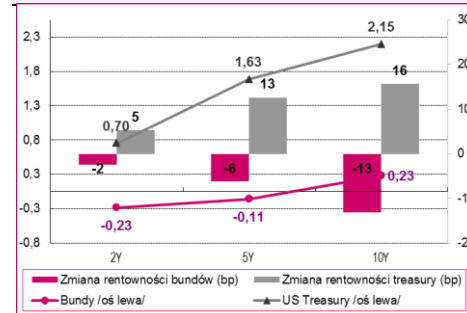
Konsekwentnie podtrzymujemy naszą prognozę, iż bieżący rok, podobnie jak 2014, przyniesie dominację wartości dolara względem pozostałych walut. Postępująca poprawa kondycji amerykańskiej gospodarki, w tym optymistyczne dane z rynku pracy, mogą uzasadniać potrzebę podwyżek stóp procentowych, choć w naszej ocenie dopiero w drugiej połowie roku. Z tego powodu dostrzegamy obecnie możliwość wystąpienia korekty w dynamicznym trendzie aprecjacji dolara. Ruch korekcyjny nie zaburzy jednak, obowiązującego od dziesięciu miesięcy, wzrostu wartości amerykańskiej waluty, a jedynie go ograniczy. Wysoce prawdopodobna normalizacja polityki pieniężnej w drugiej połowie roku będzie w naturalny sposób wspierać wycenę dolara. Będzie on także kontrastować z polityką pieniężną w strefie euro, Japonii, czy Szwajcarii przyczyniając się do wzrostu wartości dolara względem głównych walut. Czynnikiem dodatkowo napędzającym spadek kursu EUR/USD pozostanie także wciąż niestabilna sytuacja Grecji. Pod koniec drugiego kwartału, gdy wygaśnie obecny, zatwierdzony w lutym tymczasowy plan ratunkowy, rozpoczną się bowiem negocjacje w sprawie kompleksowej pomocy finansowej dla Aten. W naszej ocenie będzie to kolejny, obok rozbieżnych perspektyw polityki pieniężnej pomiędzy USA, a strefą euro, czynnik napędzający przecenę euro do dolara. Z tego powodu uważamy, iż zakres spadku pary EUR/USD może w tym roku sięgnąć parytetu, a nie poziomu 1,05 jak wskazywaliśmy w poprzednich raportach.

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



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i Treasury'ów



Źródło: Reuters

Makro i rynek

raport miesięczny

W styczniu dochodowość obligacji krajów EMU, z wyjątkiem Grecji, osiągnęła historyczne minima

Zwyżka dochodowości Treasuries wspierana była systematyczną poprawą kondycji gospodarki USA

Oczekujemy rozszerzenie się spreadu pomiędzy Bundem, a amerykańskim odpowiednikiem

Luty w notowaniach obligacji na rynkach bazowych to przede wszystkim miesiąc rozszerzania się spreadu pomiędzy niemieckim, a amerykańskim długiem. Źródłem rozbieżności z kierunku notowań Bundów i Treasuries były odmienne oczekiwania, co do perspektyw polityki pieniężnej ECB i Fed między innymi pod wpływem zapowiedzianego w lutym, a wprowadzonego w marcu programu PSPP, będącego europejskim odpowiednikiem programu QE zakończonego w ubiegłym roku w Stanach Zjednoczonych. W ramach tego programu ECB będzie kupować papiery, których rentowność znajduje się powyżej stopy depozytowej banku centralnego, a ta obecnie wynosi -0,2%. Obligacje skarbowe, a także wybranych międzynarodowych instytucji zlokalizowanych w strefie euro, które bank rozpoczął od 9 marca nabywać z rynku wtórnego mają zapadalność od 2 do 30 lat.

Czynnikiem niwelującym potencjał do spadku dochodowości Bundów była natomiast zwyżka apetytu na ryzyko wywołana zawarciem porozumienia pomiędzy Grecją, a pozostałymi państwami strefy euro w sprawie pomocy finansowej dla Aten. W rezultacie w lutym dochodowość 2-letnich Schatzów jedynie nieznacznie, bo o 4 bps pogłębiła ujemne poziomy obserwowane na koniec stycznia. Rentowność na poziomie -0,24% była jednak najniższa w historii. Odmienne nastroje towarzyszyły natomiast notowaniom amerykańskiego długu. Zwyżka dochodowości Treasuries wspierana była systematyczną poprawą kondycji gospodarki USA, która przekładała się na nasilenie rynkowych oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Z tego powodu z półtorarocznego minimum dochodowości na poziomie 1,65% rentowność amerykańskich 10-latek wzrosła, na koniec lutego, do 2,10%.

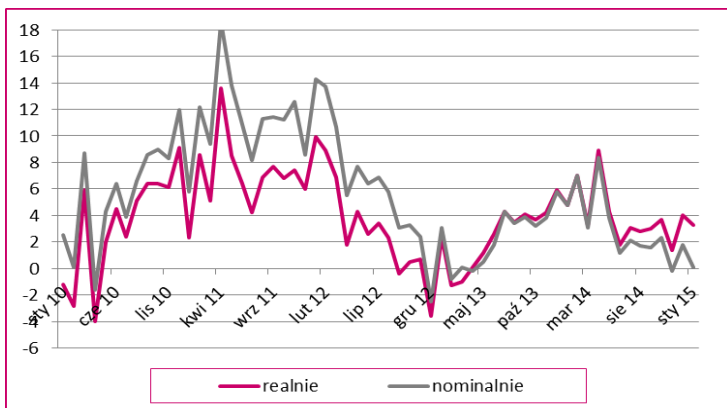
Uważamy, iż w perspektywie najbliższych tygodni należy oczekiwać dalszego, choć już niewielkiego spadku dochodowości Bundów. Źródłem wzrostu cen niemieckiego długu pozostanie coraz bardziej łagodna polityka pieniężna ECB, w szczególności rozpoczęty w marcu program skupu obligacji skarbowych. W dalszym ciągu natomiast w przeciwnym kierunku poruszać się będą notowania amerykańskiego długu, który pod wpływem coraz bardziej optymistycznych sygnałów z tamtejszej gospodarki, w szczególności z rynku pracy, powinien kontynuować przecenę Treasuries.

Makro i rynek

raport miesięczny

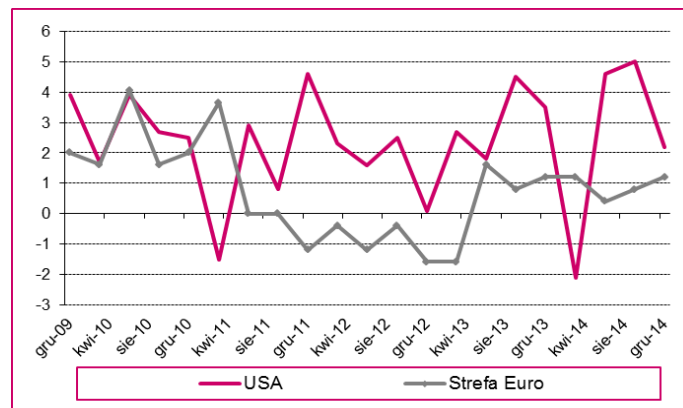
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w Polsce [% , r/r]



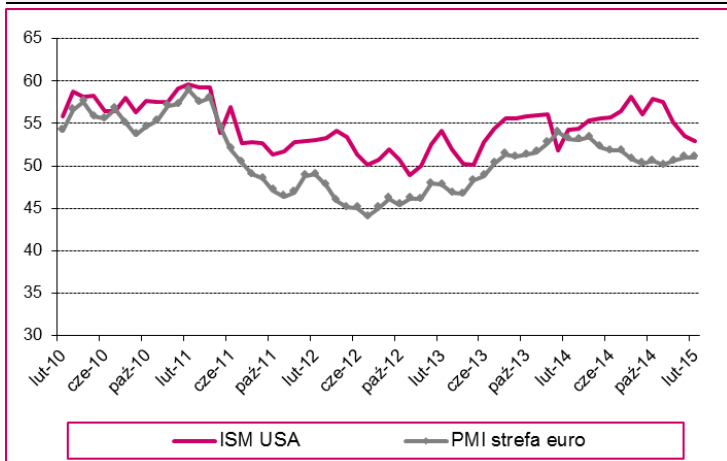
Źródło: EcoWin

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



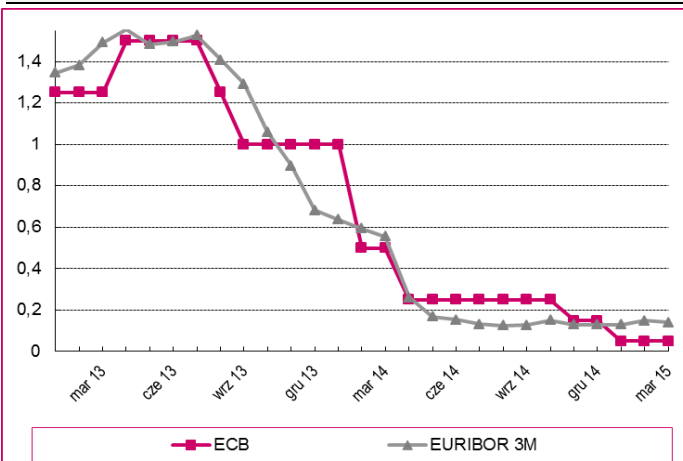
Źródło: EcoWin, obliczenia własne

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



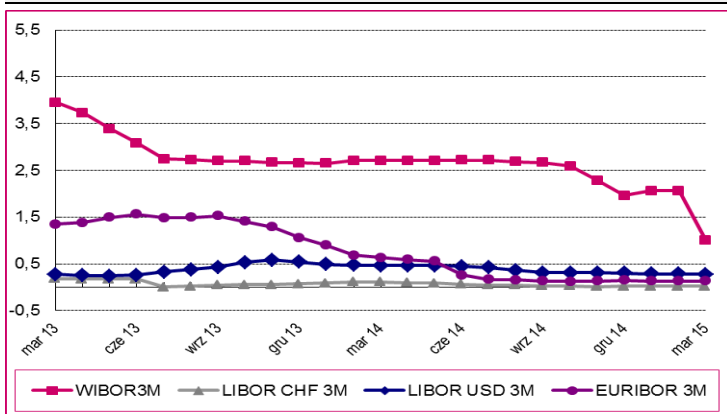
Źródło: EcoWin

Wykres 25 Stawka EURIBOR 3M i stopa procentowa ECB [%]



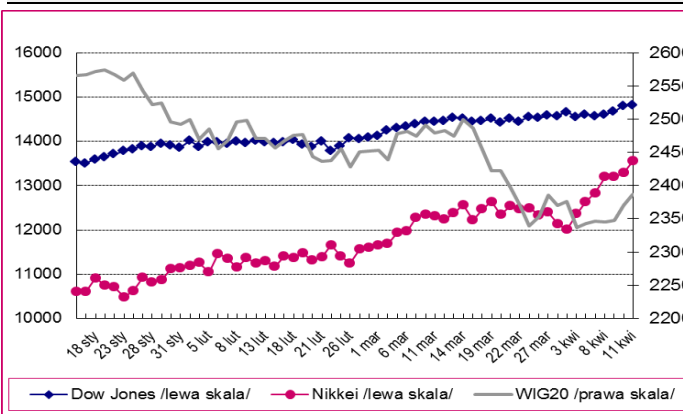
Źródło: Reuters

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



Źródło: EcoWin, Reuters

Wykres 27 Notowania wybranych indeksów giełdowych [%]



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut-15	mar-15
Inflacja- CPI (% r/r)	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,3	-1,3	-1,2
Inflacja bazowa (% r/r)	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,9	-2,9	-2,6
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2	8,6	8,2	8,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,7	5,1	5,9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	0,8	4,2
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-927	-811	-987	18	-470	143	-1005	-1030	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	3,1	6,6	0,9	-	-
Import (EUR, % r/r)	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	3,9	10,7	3,7	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	3,6
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	1,2	1,2
Stopa bezrobocia (%)	12	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12	12,0	11,8
Stopa referencyjna (koniec okresu)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	2,62	2,62	2,61	2,60	2,59	2,40	2,00	2,08	1,89	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	2,72	2,72	2,68	2,67	2,59	2,28	1,96	2,06	1,81	1,65
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	2,50	2,45	2,20	2,02	1,75	1,73	1,77	1,56	1,61	1,67
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	3,04	2,86	2,56	2,38	2,01	1,98	2,15	1,68	1,89	2,08
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	3,51	3,42	3,13	3,07	2,56	2,40	2,54	2,00	2,17	2,35
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,13
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,70	3,81
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,37	1,34	1,31	1,26	1,25	1,25	1,21	1,13	1,12	1,08

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
PKB (mld PLN)	1277,3	1361,8	1437,4	1553,6	1615,9	1662,1	1724,7	1791,1
PKB (wzrost realny, %)	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,5
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	5,0	-0,3	4,2	3,8	-0,4	0,2	4,6	4,0
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	6,1	3,3	2,5	3,0	1,0	1,1	3,0	3,3
Inwestycje (wzrost realny, %)	8,4	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	0,9	9,4	7,4
Stopa bezrobocia	9,5	12,1	12,3	12,5	13,4	13,4	11,5	10,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-6,6	-3,9	-5,5	-5,2	-3,5	-1,3	-1,3	-2,1
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,2
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	2,8	2,8	1,6	3,1	1,4	1,0	0,5	0,8
Saldo sektora general government (% PKB)	-3,7	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,6	-2,9
Stopa referencyjna (koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	5,88	4,20	3,95	4,99	4,14	2,71	2,07	1,70
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,12	4,10	3,95	4,47	4,08	4,15	4,19	4,15
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,96	2,86	2,97	3,44	3,09	3,02	3,39	3,95

Źródło: GUS, NBP, Reuters, prognozy Banku Millennium

KALENDARIUM

Marzec / Kwiecień

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
		11 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	12 GE: CPI EZ: produkcja przemysłowa US: sprzedaż detaliczna, liczba nowych bezrobotnych	13 PL: CPI, podaź pieniądza M3 US: indeks uniwersytetu Michigan
16 PL: rachunek obrotów bieżących, inflacja bazowa US: produkcja przemysłowa	17 EZ: CPI, zatrudnienie GE: ZEW PL: płace, zatrudnienie US: pozwolenia na budowę	18 EZ: bilans handlowy US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, decyzja w sprawie stóp procentowych PL: produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna	19 US: liczba nowych bezrobotnych PL: opis posiedzenia banku centralnego	20 GE: PPI US: sprzedaż domów na rynku wtórnym
23 PL: stopa bezrobocia EZ: wstępny PMI GE: wstępny PMI US: CPI, wstępny PMI	24 US: sprzedaż nowych domów	25 GE: IFO US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, zamówienia na dobra trwałego użytku	26 EZ: podaź pieniądza M3 US: liczba nowych bezrobotnych	27 US: PKB, indeks uniwersytetu Michigan GE: sprzedaż detaliczna
30 GE: CPI US: dochody i wydatki prywatne, sprzedaż domów na rynku wtórnym	31 GE: stopa bezrobocia EZ: stopa bezrobocia, szacunek inflacji PL: rachunek obrotów bieżących, oczekiwania inflacyjne US: indeks CaseShiller	01 GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP, indeks ISM	02 US: liczba nowych bezrobotnych, raport Challengeera, zamówienia fabryczne	03 US: stopa bezrobocia, zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym
06 EZ: indeks Sentix	07 EZ: PPI PL: stan rezerw NBP	08 GE: zamówienia fabryczne EZ: sprzedaż detaliczna US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	09 GE: produkcja przemysłowa, bilans handlowy US: liczba nowych bezrobotnych	10

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

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.millenet.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

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