

**W TYM NUMERZE:**

**PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY POLSKI 1**

**PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY ŚWIATA 2**

**RYNEK WALUTOWY 3**

**RYNEK MIĘDZYBANKOWY 3**

**RYNEK DŁUGU 3**

**RYNEK AKCJI 4**

**WYBRANE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE 4**

**PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY POLSKI**

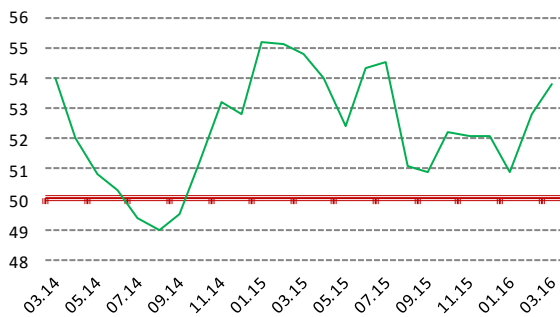
• Zgodnie z ostatecznym odczytem GUS w IV kwartale 2015 r. PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych i przy 2010 jako roku odniesienia) wzrósł realnie o 1,1% w porównaniu z poprzednim kwartałem i był wyższy niż przed rokiem o 3,7%. PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) wzrósł realnie o 3,9% r/r. W ostatnim kwartale 2015 r. fundamentem wzrostu produktu krajowego brutto okazał się popyt krajowy, który zwiększył się o 4,0% r/r. Wpłynęło na to zwiększenie akumulacji o 5,4% r/r oraz spożycia ogółem o 3,5% r/r, w tym spożycia sektora gospodarstw domowych – o 3,1% r/r. Wartość dodana brutto w gospodarce narodowej w IV kwartale 2015 r., w porównaniu z analogicznym okresem 2014 r., była wyższa o 3,8%. Nakłady brutto na środki trwałe powiększyły się o 4,9% r/r.

• W marcu 2016 r. indeks PMI dla polskiego sektora przemysłowego wzrósł z 52,8 pkt. w lutym do 53,8 pkt. Był to najwyższy poziom indeksu od ośmiu miesięcy. Średni poziom indeksu w I kwartale 2016 r. wyniósł 52,5 pkt., najwyższy od trzech kwartałów. W komunikacie prasowym Markit Economics zaznaczono, że po słabszym wzroście w polskim sektorze przemysłowym zaobserwowanym na początku roku, w marcu koniunktura uległa poprawie. Wszystkie główne subindeksy – produkcji, nowych zamówień, eksportu i poziomu zatrudnienia – wzrastały w szybszym tempie niż w lutym. Ponadto, firmy zwiększyły aktywność zakupową, a tempo wzrostu zapasów było drugie pod względem wysokości w ostatnich czterech latach. Głównym sygnałem wskazującym na poprawę warunków pod koniec pierwszego kwartału był jednak silniejszy wzrost liczby nowych zamówień. Zmiany te dokonały się w warunkach niskich kosztów produkcji. Okres spadku tych kosztów wydłużył się do siedmiu miesięcy i był najdłuższy od 14 lat.

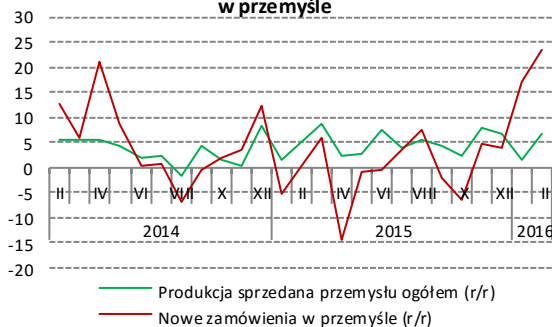
• Dane dotyczące sektora przemysłowego w Polsce od kilku miesięcy potwierdzają stabilny rozwój polskiego przemysłu, choć potencjał dalszego przyspieszenia wzrostu jest już ograniczony. Według Eurostatu, wyrównana sezonowo i kalendarzowo produkcja przemysłowa w ujęciu miesięcznym spadła w styczniu o 0,2% a w ujęciu rocznym – wzrosła o 3,6% (wobec odpowiednio +0,7% m/m i +4,4% r/r w grudniu, po korekcie). Natomiast według GUS, w lutym 2016 r. po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych (w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób) ukształtowała się na poziomie o 3,0% wyższym niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku i o 0,2% wyższym w porównaniu ze styczniem. W stosunku do lutego 2015 r. wzrost produkcji sprzedanej odnotowano w 29 (spośród 34) działach przemysłu m.in. w produkcji wyrobów tekstylnych (+24,1%) i mebli (+17,0%). Spadek produkcji sprzedanej przemysłu wystąpił w 5 działach, m.in. w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę (-5,0%) oraz w produkcji maszyn i urządzeń (-2,4%). Nowe zamówienia w przemyśle w lutym wzrosły o 23,5% r/r po wzroście o 7,1% przed miesiącem, w stosunku do stycznia odnotowano wzrost o 6,3%. Zamówienia eksportowe wzrosły o 35,6% r/r oraz 5,7% m/m.

• Natomiast produkcja budowlano-montażowa wyrównana sezonowo ukształtowała się na poziomie niższym o 9,9% niż w analogicznym miesiącu 2015 r. i o 0,7% niższym w porównaniu ze styczniem. W ujęciu rocznym spadek produkcji odnotowano we wszystkich działach budownictwa. Na wyniki sektora budowlanego negatywnie wpływa zakończenie rozliczeń projektów finansowanych ze starej perspektywy budżetowej UE i wstrzymanie działalności wskutek oczekiwania na rozpoczęcie wydatko-

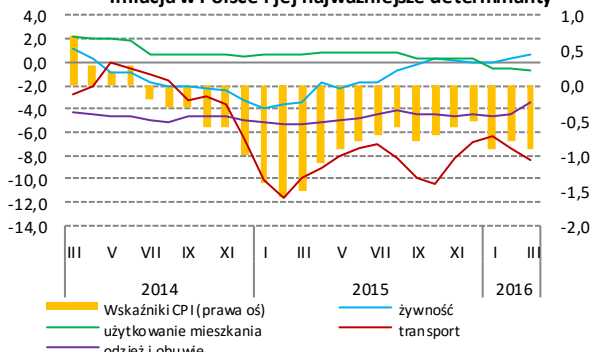
**Indeks PMI dla przemysłu w Polsce**



**Produkcja przemysłowa oraz nowe zamówienia w przemyśle**



**Inflacja w Polsce i jej najważniejsze determinanty**



Źródło: Markit Economics, GUS

wania środków z nowej perspektywy.

- W pierwszych miesiącach roku nastąpiło pewne **wyhamowanie wzrostu sprzedaży detalicznej**. Eurostat poinformował, że w lutym 2016 r. sprzedaż ta po uwzględnieniu sezonowości i liczby dni roboczych wzrosła w Polsce o 6,2% r/r wobec 7,5% r/r w poprzednim miesiącu. W ujęciu miesięcznym sprzedaż spadła o 2,9%, i był to najsilniejszy spadek sprzedaży w całej UE. Jeszcze lepsze okazały się dane GUS. Zgodnie z nimi, w lutym 2016 r. odnotowano wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych w skali roku o 6,2% (wobec wzrostu o 3,2% przed miesiącem po korekcie oraz o 2,4% w lutym 2015 r.). W porównaniu ze styczniem sprzedaż wzrosła o 1,3% (wobec spadku przed rokiem o 1,6%). W ujęciu rocznym sprzedaż detaliczna w cenach stałych okazała się wyższa m.in. w przedsiębiorstwach zajmujących się handlem pojazdami samochodowymi, motocyklami, częściami (+14,6%) oraz w podmiotach prowadzących pozostałą sprzedaż detaliczną w niewyspecjalizowanych sklepach (+8,5%). Spadek sprzedaży odnotowano natomiast w grupowaniach „pozostałe” (-7,4%) i „paliwa stałe, ciekłe i gazowe” (-2,5%).
- Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej poinformowało, że **stopa bezrobocia rejestrowanego** w marcu 2016 r. spadła do 10% i osiągnęła poziom najniższy od grudnia 2008 r. Stopa bezrobocia była

zarazem niższa niż w marcu ubiegłego roku, gdy wyniosła 11,5%. Z danych resortu wynika, że na koniec marca 2016 r. w urzędach pracy zarejestrowanych było 1,6 mln osób, o 50,4 tys. mniej niż w końcu lutego.

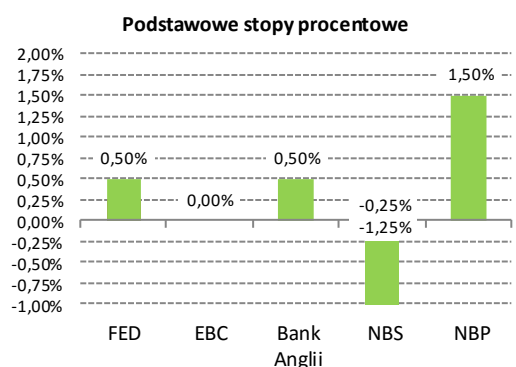
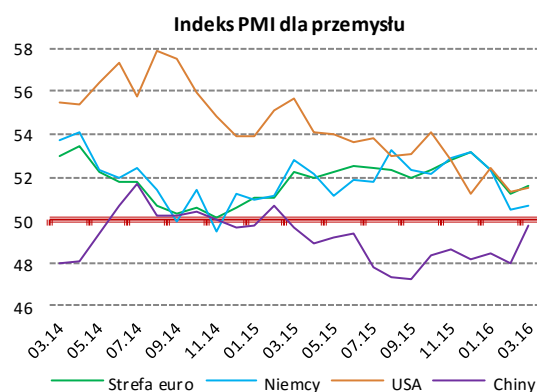
- Na ujemne **saldo w handlu zagranicznym** wskazały dane miesięczne NBP. Na jego wartość złożyły się dodatnie salda usług (3,5 mld zł) i obrotów towarowych (1,5 mld zł) oraz ujemne salda dochodów pierwotnych (5,1 mld zł) i dochodów wtórnych (1,6 mld zł). Eksport towarów osiągnął równowartość 63,6 mld zł (+10,4% r/r i +9,0% m/m) a import 62,1 mld zł (+12,1% r/r i +11,1% m/m). O wzroście eksportu w ujęciu rocznym zadecydowała sprzedaż za granicę, głównie do krajów Unii Europejskiej, wyrobów przemysłu odzieżowego, żywności i mebli.
- Z opublikowanego przez GUS 31 marca szacunku wstępnego wynikało, że **cenę towarów i usług konsumpcyjnych** w marcu 2016 r. wzrosły o 0,1% m/m i obniżyły się o 0,9% r/r. Szacunek ten okazał się zgodny z odczytem finalnym. Podobnie jak miesiąc wcześniej, największy wpływ na ukształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w ujęciu rocznym miały obniżki kosztów związanych z transportem (-8,4%), niższe ceny odzieży i obuwia (-3,5%) oraz koszty związane z utrzymaniem mieszkania (-0,6%), które obniżyły wskaźnik odpowiednio o 73, 19 i 17 p.b.

Wzrost cen żywności (+0,9%), a także wyższe ceny w zakresie restauracji i hoteli (+1,2%) podniosły ten wskaźnik odpowiednio o 20 i 6 p.b. W całym I kwartale ceny towarów i usług konsumpcyjnych w stosunku do IV kwartału 2015 r. spadły o 0,7%. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła -0,2% r/r i 0,0% m/m.

- **Rada Polityki Pieniężnej** na kwietniowym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Podstawowa stopa procentowa NBP w dalszym ciągu wynosi 1,50%. W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie towarzyszyć temu będzie stabilny wzrost gospodarczy, w tym oczekiwany wzrost dynamiki popytu konsumpcyjnego wspierany rosnącym zatrudnieniem, prognozowanym przyspieszeniem płac oraz zwiększeniem świadczeń społecznych. Jednocześnie źródłem niepewności dla gospodarki – w tym dla kształtowania się cen – pozostaje ryzyko pogorszenia koniunktury na świecie oraz wahania cen surowców. Biorąc to pod uwagę Rada podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

## PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY ŚWIATA

- Zgodnie z ostatecznym odczytem Biura Analiz Ekonomicznych, w IV kwartale 2015 r. **amerykański PKB** wzrósł w ujęciu annualizowanym o 1,4%, wobec 1,0% w rewizji wstępnego szacunku z 26 lutego. W całym 2015 r. produkt krajowy brutto w USA wzrósł o 2,4%, podobnie jak w 2014 r. Zamówienia w przemyśle amerykańskim spadły w lutym o 1,7% m/m, a wzrost tych zamówień w styczniu zrewidowano in minus do 1,2% m/m. Zamówienia na dobra trwałego użytku zmniejszyły się o 3% m/m a zamówienia na dobra trwałe z wyłączeniem środków transportu spadły o 1,3% m/m. Dane te potwierdziły słabą aktywność inwestycyjną w amerykańskim przemyśle.
- **Sytuacja w amerykańskim sektorze przemysłowym** w marcu poprawiła się. Indeks ISM dla sektora przemysłowego w marcu wzrósł z 49,5 pkt. w lutym do 51,8 pkt. i przekroczył granicę 50 pkt. Sygnalizuje to wzmoczenie aktywności gospodarczej w sektorze. Ankietowane przedsiębiorstwa wskazały na stabilizację sytuacji makroekonomicznej i wzrost wydatków publicznych, poprawiający koniunkturę. Wzrósł również indeks ISM dla sektora usług, z 53,4 pkt. w lutym do 54,5 pkt. Wyraźnie poprawiły się subindeksy produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. W marcu sytuacja na rynku pracy pozostała stabilna. Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w USA w marcu wzrosła o 215 tys., in plus zrewidowano także wyniki za luty (245 tys. wobec 242 tys.). Stopa aktywności zawodowej wyniosła 59,9%, osiągając najwyższą wartość od 7 lat. Czas pracy pozostał niezmienny w stosunku do lutego (34,4 godzin w tygodniu) a przeciętne tygodniowe wynagrodzenie wzrosło o 0,3% m/m i 2,25% r/r. Stopa bezrobocia wzrosła o 10 p.b. do 5,0%.
- **W strefie euro kolejny raz poprawiła się sytuacja na rynku pracy.** Stopa bez-



Źródło: Markit Economics, banki centralne

robocia w lutym 2016 r. po uwzględnieniu czynników sezonowych spadła z 10,4% w styczniu (po korekcie) do 10,3%, wobec 11,2% w lutym 2015 r., i okazała się najniższa od sierpnia 2011 r. **Sprzedaż detaliczna** w grudniu w strefie euro w ujęciu miesięcznym wzrosła tylko o 0,2%, zwiększając się zarazem o 2,4% w ujęciu rocznym, wobec wzrostu o 2,0% w styczniu (po korekcie). **Inflacja** mierzona wskaźnikiem HICP w marcu odnotowała poziom zerowy r/r wobec -0,2% r/r w lutym. Inflacja po wyeliminowaniu cen energii i żywności nieprzetworzonej wyniosła 0,9% r/r. Ceny energii obniżyły się o 8,7% r/r, za to żywność nieprzetworzona zdrożała o 1,1% r/r. Ceny producentów spadły natomiast o 0,7% m/m i o 4,2% r/r.

- **Sytuacja w europejskim przemyśle** nie jest pozytywna. Wskaźnik PMI dla sektora przemysłowego strefy euro w marcu wzrósł

wprawdzie, ale tylko o 40 p.b. z 51,2 pkt. w lutym do 51,6 pkt. Co gorsza, na poziom indeksu negatywnie wpłynęły odczyty indeksów dla niemieckiego i francuskiego przemysłu. To właśnie w tych dwóch krajach presja deflacyjna jest najsilniejsza, w obu państwach maleje również zatrudnienie w sektorze przemysłowym. Sytuacja w Niemczech jest najgorsza od przeszło roku, co znalazło odzwierciedlenie w bardzo niskim poziomie indeksu PMI, wynoszącym w marcu zaledwie 50,7 pkt. Analitycy Markit Economics ostrzegają, że można dostrzec oznaki pogorszenia uwarunkowań działania niemieckich eksporterów, co znajduje odzwierciedlenie w wyhamowaniu nowych zamówień zagranicznych. Presja cenowa sprawia przy tym, że niemieccy producenci muszą ograniczać marże, co pogarsza ich sytuację finansową. Twarde dane statystyczne o produkcji przemysłowej w Niemczech również okaza-

ły się pesymistyczne. W lutym zamówienia w przemyśle w Niemczech spadły aż o 1,2% m/m, głównie wskutek osłabienia popytu zewnętrznego z krajów strefy euro, a produkcja przemysłowa zmniejszyła się o 0,5% m/m.

- Podczas wystąpienia na forum nowojorskiego Klubu Ekonomicznego **przewodnicząca Rady Gubernatorów Fed, J. Yellen**, powiedziała, że rozwój wydarzeń na świecie implikuje nieco niższą ścieżkę stopy funduszy federalnych, niż to było oczekiwane w grudniu. Zdaniem J. Yellen ryzyka dla perspektywy gospodarczych powinny skłonić Federalny Komitet Otwartego Rynku do dokonywania ostrożnych korekt polityki. Co więcej, gdyby wzrost gospodarczy osłabł lub gdyby inflacja okazała się uparcie niska, Komitet mógłby nawet obniżyć stopę funduszy federalnych z powrotem do zera.

## RYNEK WALUTOWY

W marcu w skali miesiąca złoty umocnił się o 2,45% w stosunku do euro i o 6,84% w stosunku do dolara amerykańskiego. Kurs euro umocnił się w stosunku do dolara amerykańskiego o 4,66%.

Europejski Bank Centralny obniżył w marcu stopy procentowe. Ponadto w celu wsparcia inflacji zdecydował się na zwiększenie programu skupu aktywów do 80 mld euro miesięcznie. W grudniu 2015 roku kiedy Fed dokonał pierwszej od niemal dekady podwyżki stóp procentowych (o 25 pb.) zasugerował cztery podwyżki w 2016 roku. Jednak po marcowym posiedzeniu FOMC (Federalny Komitet Otwartego Rynku) zasugerował już tylko dwie. Natomiast przewodnicząca Rezerwy Federalnej Janet Yellen dała inwestorom jasny sygnał, iż podwyżek stóp procentowych w 2016 roku nie będzie.

Na koniec marca na rynku walutowym płacono za euro 4,2420 zł, a za dolara amerykańskiego 3,7263 zł.

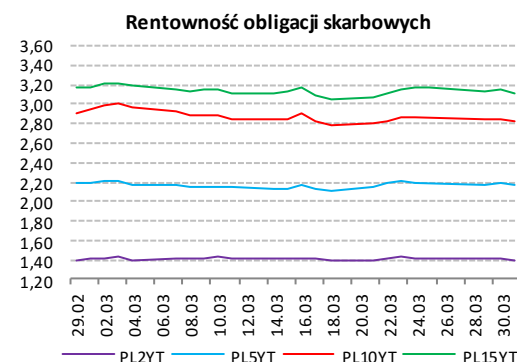
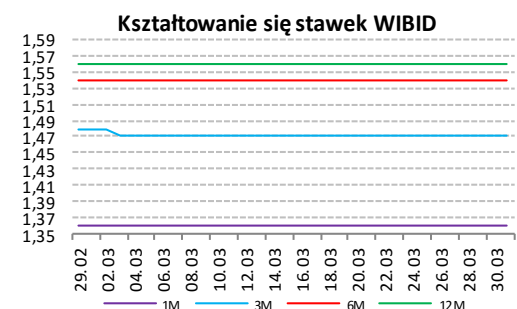
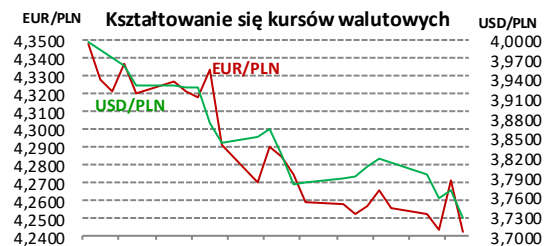
## RYNEK MIĘDZYBANKOWY

W marcu na rynku międzybankowym poziom kwotowań na dłuższych terminach uległ niewielkim zmianom ze względu na brak perspektyw zmian w polityce pieniężnej. Trzymiesięczny WIBID kształtował się 31 marca na poziomie 1,47%, w porównaniu z 1,48% 29 lutego. Natomiast WIBOR odpowiednio 1,67%, w porównaniu z 1,68%.

## RYNEK DŁUGU

W marcu 2016 roku krzywa dochodowości obligacji nie zmieniła kształtu i nieznacznie przesunęła się równolegle w dół. Od 8 marca mieliśmy trend boczny na 2-latkach i 5-latkach i właściwie tylko na 10-latkach widać obniżkę rentowności. Czynnikiem wspierającym rynek niskich stóp była udana aukcja sprzedaży obligacji, gdzie przy ofercie podaży na poziomie do 7,2 mld rynek odpowiedział ofertą na 13,1 mld PLN. Stopy dla obligacji 2-letnich pokazały się na poziomie 1,553% a obligacje 10-letnie – 3,014%. Ministerstwo Finansów poinformowało, że w II kwartale zaoferuje obligacje za 20-30 mld zł, co było zgodne z oczekiwaniami rynku.

Na koniec marca 2016 rentowność obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 1,394% (spadek z poziomu 1,403%), obligacji 5-letnich 2,174% (spadek z poziomu 2,188%), obligacji 10-letnich 2,832% (spadek z poziomu 2,908%).



## RYNEK AKCJI

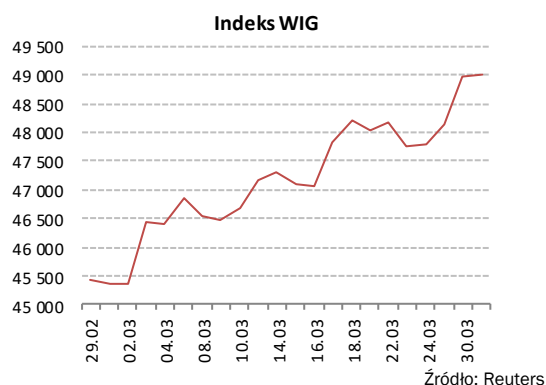
Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) w marcu wzrósł o 7,90% m/m, w stosunku do marca ub.r. odnotowano spadek o 9,38%. W marcu odnotowano wzrost większości indeksów GPW. Na ostatniej sesji wartość indeksu WIG osiągnęła 49 017,35 pkt., miesięczne minimum wyniosło 45 344,54 pkt., maksimum wyniosło 49 017,35 pkt.

Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym wyniosła 16,66 mld zł wobec 13,84 mld zł w miesiącu lutym b.r. i wobec 19,24 mld zł w marcu ub.r. Na rynku kontraktów terminowych obroty wyniosły 20,09 mld zł wobec 14,51 mld zł w miesiącu lutym b.r. i wobec 23,27 mld zł w marcu ub.r. W marcu całkowita kapitalizacja 484 notowanych spółek wyniosła 1 000,07 mld zł (w lutym b.r. notowano 486 spółki o kapitalizacji: 965,49 mld zł, a w marcu ub.r. notowano 471 spółki o kapitalizacji: 1 319,40 mld zł).

Na koniec miesiąca średnia wartość podstawowych wskaźników giełdowych wyniosła: C/Z: 20,2 (w lutym b.r.: 14,3), C/WK: 0,85 (0,79), a stopa dywidendy: 2,9 (3,1).

Ostatni miesiąc kwartału okazał się rekordowym miesiącem wzrostowym na warszawskim parkiecie. Rynki globalne zyskiwały w Nowym Yorku 7,07% i Frankfurt nad Menem 4,95%. Rynki w Paryżu i Londynie zyskiwały odpowiednio 0,72% i 1,28%. Dwucyfrowe wzrosty obserwowaliśmy na giełdzie rosyjskiej 14,08% i chińskiej 11,76%. Wzrosty najprawdopodobniej spowodowane były

przez tzw. windows dressing, czyli sztuczne podciąganie kursów na koniec okresów rozliczeniowych w celu poprawy efektywności zarządzania notowanymi na giełdzie aktywami. W marcu indeks największych spółek WIG20 osiągnął psychologiczny poziom 2000 pkt, taki poziom daje nadzieje na dalsze wzrosty, ale również daje pokusę realizacji zysków. W kwietniu należy spodziewać się korekty rekordowych wzrostów.



## WYBRANE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	IV'15	V'15	VI'15	VII'15	VIII'15	IX'15	X'15	XI'15	XII'15	I'16	II'16	III'16
Dynamika Produktu Krajowego Brutto (%)	x	x	3,3	x	x	3,5	x	x	3,6**	x	x	b.d.
Inflacja miesięczna (%)	0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,5*	-0,1	0,1
Inflacja roczna (%)	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9*	-0,8	-0,9
Wynik budżetu państwa (w mln zł)	-16.700	-19.631	-26.140	-26.592	-25.860	-31.136	-34.488	-36.129	-42.607	1.760	-3.099	b.d.
Dług publiczny (w mln zł)	x	x	858.152	x	x	876.398	x	x	877.276	x	x	b.d.
Deficyt obrotów bieżących (w mln euro)	929	928	-963	-1.174*	-574*	-608*	-216*	395*	-603*	805	-383	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (dynamika roczna w %)	102,3	102,8	107,4	103,8	105,3	104,0	102,4	107,8	106,7	101,4	106,7	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw ogółem brutto	4.123	4.002	4.040	4.095	4.025	4.059	4.111	4.164	4.515	4.101	4.138	b.d.
Stopa bezrobocia wg GUS (%)	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	b.d.
Stopa operacji otwartego rynku (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (%)	1,65	1,68	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,68	1,67
WIBOR 6M (%)	1,66	1,76	1,79	1,79	1,80	1,81	1,80	1,80	1,77	1,75	1,74	1,74
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień m-ca	3,5987	3,7671	3,7645	3,7929	3,7780	3,7754	3,8748	4,0304	3,9011	4,0723	3,9935	3,7590
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień m-ca	4,0337	4,1301	4,1944	4,1488	4,2344	4,2386	4,2652	4,2639	4,2615	4,4405	4,3589	4,2684

\* dane skorygowane

\*\* wzrost PKB za cały rok

## CENTRUM SKARBU I RELACJI BIZNESOWYCH

Tel.: (061) 8562496

Faks: (061) 8529035

E-mail: ewa.masztalercz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji.