

To nie koniec ożywienia inwestycji przedsiębiorstw

W najbliższych dwóch tygodniach




- **We wtorek GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła w listopadzie o 0,9% r/r wobec 2,3% w październiku.** W kierunku zmniejszenia dynamiki nominalnej sprzedaży detalicznej oddziaływała niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych oraz silniejszy niż przed miesiącem spadek cen paliw i żywności w ujęciu rocznym. Odczyt zgodny z naszą prognozą, niższą od oczekiwań rynkowych (2,1%) będzie lekko negatywny dla złotego i pozytywny dla rynku długu.
- **W tym tygodniu napłyną również liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że sprzedaż nowych domów wzrosła w listopadzie o 0,8% m/m do 462 tys., z kolei sprzedaż domów na rynku wtórnym spadła o 0,9% m/m do 5,21 mln. We wtorek poznamy dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie wzrosły o 2,4% m/m w listopadzie wobec 0,3% w październiku. Przyspieszenie wzrostu było efektem wyższej liczby zamówień w firmie Boeing. We wtorek opublikowany zostanie również finalny odczyt amerykańskiego PKB w III kw. Prognozujemy, że zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę z 3,9% do 4,5%. Oczekujemy, że do zwiększenia dynamiki PKB w porównaniu z drugim szacunkiem przyczynił się wyższy wkład konsumpcji, inwestycji i zapasów. Biorąc pod uwagę dużą liczbę dni wolnych w ciągu najbliższych dwóch tygodni, oddziałujących w kierunku ograniczenia obrotów na rynkach, dane z amerykańskiej gospodarki najprawdopodobniej nie wywołają znaczącej reakcji rynku.
- **Za oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów i przedsiębiorców.** Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board (wzrost do 92,0 pkt. wobec 88,7 pkt. w listopadzie), podobnie jak finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (92,9 pkt. wobec 88,8 pkt.) będą odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych w grudniu. Na polepszenie nastrojów konsumenckich wpłynął naszym zdaniem przede wszystkim dalszy spadek cen paliw. Z kolei indeks ISM dla przetwórstwa spadnie do 58,0 pkt. wobec 58,7 pkt. w listopadzie, na co wskazuje pogorszenie nastrojów obserwowane w regionalnych badaniach koniunktury (patrz poniżej). Publikacja mieszanych wyników badań koniunktury będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.
- **Pierwszego stycznia opublikowany zostanie grudniowy odczyt oficjalnego indeksu PMI w chińskim przetwórstwie przemysłowym, który naszym zdaniem obniżył się do 49,9 pkt. wobec 50,3 pkt. w listopadzie.** Oczekiwane przez nas pogorszenie nastrojów przedsiębiorców będzie zgodne z naszą prognozą wzrostu PKB w Chinach w IV kw. (7,2% r/r wobec 7,3% w III kw.). Naszym zdaniem dane będą oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego.
- **Drugiego stycznia poznamy grudniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym (PMI) w Polsce.** Oczekujemy wzrostu indeksu do 53,5 pkt. wobec 53,2 w listopadzie, do czego przyczyniła się odnotowana w grudniu poprawa nastrojów w przetwórstwie strefy euro i Niemiec (patrz poniżej). Nasza prognoza może ulec rewizji po publikacji szczegółowych wyników badań koniunktury opracowanych przez GUS. Odczyt zgodny z naszymi oczekiwaniami nie zmienia naszej prognozy, zakładającej spowolnienie wzrostu PKB w IV kw. do 3,0% r/r wobec 3,3% w III kw., do czego przyczynią się przede wszystkim efekty wysokiej ubiegłorocznej bazy.
- **Przed końcem roku uwaga rynków będzie zwrócona na ewentualne interwencje walutowe Banku Gospodarstwa Krajowego w kierunku umocnienia złotego i zmniejszenia relacji długu publicznego do PKB w 2014 r.** Zgodnie z ustawą o finansach publicznych zadłużenie zagraniczne Polski może być obliczane po kursie złotego na ostatni dzień roboczy roku albo po średnim rocznym kursie wg fixingu NBP (19 grudnia średnie roczne kursy EURPLN i USDPLN wynosiły 4,1820 i 3,1450), przy czym dla obliczenia relacji długu do PKB jest stosowana niższa z tych wartości. Obecne kursy EURPLN i USDPLN są zatem istotnie wyższe od wartości średniorocznych. Oznacza to, że w warunkach utrzymującej się podwyższonej awersji do ryzyka

w związku z silnym osłabieniem rubla dla uzyskania korzystniejszego kursu od wartości średniorocznej konieczna byłaby znacząca skala interwencji BGK. Sygnalizuje to niskie prawdopodobieństwo takiej interwencji pod koniec roku.

W zeszłym tygodniu

- **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu członkowie FED wprowadzili zmiany w formule *forward guidance*.** Słowa, iż stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie „jeszcze przez znaczny okres czasu po zakończeniu programu QE3” zostały zastąpione zdaniem „bazując na bieżącej ocenie sytuacji, Rezerwa sądzi, iż może być cierpliwa z rozpoczęciem normalizowania nastawienia w polityce monetarnej”. Uważamy, że nie oznacza to istotnych zmian w nastawieniu FED, które w dalszym ciągu zdeterminowane będzie przez napływające dane. Wsparciem dla takiej oceny są słowa prezesa FED J. Yellen na konferencji po posiedzeniu FOMC. Stwierdziła ona, że zacieśnienie polityki monetarnej na jednym z kilku następnych posiedzeń FED jest mało prawdopodobne. FED opublikował również nowe projekcje członków FED. Lekko w dół zrewidowane zostały w nich ścieżki inflacji oraz bezrobocia, podczas gdy prognozy dotyczące wzrostu PKB nie zmieniły się istotnie (nieznaczne rozszerzenie przedziału prognozy dla 2016 r.). Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w III kw. 2015 r.
- **W ubiegłym tygodniu napłynęły liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w listopadzie o 1,3% m/m wobec 0,1% w październiku. Jednocześnie stopień wykorzystania mocy wytwórczych wzrósł w listopadzie do 80,1% wobec 79,3% w październiku, kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od marca 2008 r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę zmniejszyła się w listopadzie do 1035 tys. z 1092 tys. w październiku, a liczba rozpoczętych budów domów spadła do 1028 tys. z 1045 tys. w październiku. Niemniej jednak na tle historycznym odczyty te znajdują się na wysokich poziomach, co sygnalizuje trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu napłynęły również wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State obniżył się w grudniu do -3,58 pkt wobec 10,16 pkt. w listopadzie, a indeks Philadelphia FED spadł w grudniu do 24,5 pkt. wobec 40,8 pkt. w listopadzie. Niższe wartości wskaźników wskazują, że w grudniu mogło nastąpić pogorszenie koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Prognozujemy, że w IV kw. zannualizowane tempo wzrostu PKB w USA wyniesie 2,5% wobec 4,5% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne grudniowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zwiększył się do 51,7 pkt. wobec 51,1 pkt. Do jego wzrostu przyczyniła się wyższa wartość wskaźnika dla Francji (49,1 pkt. wobec 47,9 pkt. w listopadzie) wynikająca z poprawy sytuacji w sektorze usług przy jednoczesnym spadku składowej dotyczącej bieżącej produkcji w przetwórstwie, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek indeksu w Niemczech (51,4 pkt. wobec 51,7 pkt. w listopadzie) będący skutkiem pogorszenia sytuacji w usługach i wzrostu produkcji w przetwórstwie. W komunikacie Markit znalazła się również informacja, iż w pozostałych krajach strefy euro uwzględnianych w badaniu składowa nowych zamówień w przetwórstwie osiągnęła najwyższą wartość od pięciu miesięcy, co sygnalizuje wzrost prawdopodobieństwa kontynuacji ożywienia w obszarze wspólnej waluty. W ubiegłym tygodniu dodatkowych informacji nt. koniunktury w Niemieckiej gospodarce dostarczyły również indeksy Ifo oraz ZEW. Indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego wzrósł w grudniu do 105,5 pkt. wobec 104,7 pkt. w listopadzie. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływała wyższa wartość składowej dotyczącej oczekiwań, podczas gdy ocena bieżącej sytuacji nie zmieniła się w porównaniu do poprzedniego miesiąca. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury odnotowana została w przetwórstwie oraz w handlu

hurtowym, podczas gdy pogorszeniu uległa sytuacja w budownictwie oraz handlu detalicznym. Wzrost odnotował również indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, który wyniósł w grudniu 34,9 pkt. wobec 11,5 pkt. w listopadzie, kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od maja br. Wyniki badań koniunktury w strefie euro oraz Niemczech stanowią potwierdzenie dla naszej prognozy, zgodnie z którą wzrost PKB w strefie euro i w Niemczech w IV kw. nie zmieni się w porównaniu do III kw. i wyniesie odpowiednio 0,2% kw/kw i 0,1% kw/kw.

-  **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** J. Winiecki przedstawił jastrzębie stanowisko, zgodnie z którym nawet w sytuacji gdy deflacja będzie się przedłużać nie ma powodów aby obniżyć stopy procentowe. Odmiennego zdania jest J. Hausner, który uważa, że jeśli deflacja przeciągnęłaby się na wiosnę, mógłby to być sygnał dla potencjalnego dostosowania polityki monetarnej. E. Chojna-Duch powiedziała, że ostatnia deprecjacja złotego związana z kryzysem walutowym w Rosji (patrz poniżej) - w przypadku jej trwałego charakteru - mogłaby być traktowana jako substytut obniżki stóp procentowych w Polsce. Gołębnie stanowisko wyraził natomiast J. Osiatyński, według którego RPP ma przestrzeń do obniżki stóp procentowych o 50-75 pb. Jego zdaniem uzasadnieniem dla dalszego łagodzenia polityki monetarnej jest zbyt niskie tempo wzrostu oraz ryzyko przeciągnięcia się deflacji w czasie. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również wynik głosowania podczas listopadowego posiedzenia Rady. Wynika z niego, że o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie zdecydowała zmiana nastawienia E. Chojnej-Duch w stosunku do poprzedniego posiedzenia, co uniemożliwiło przegłosowanie wniosków zarówno za obniżką o 50 pb jak i o 25pb. Za złagodzeniem polityki monetarnej o 50 pb i 25 pb opowiadali się M. Belka, A. Bratkowski, J. Osiatyński, A. Zielińska-Głębocka. Z kolei zgodnie z treścią *Minutes* z grudniowego posiedzenia pod głosowanie poddany został jedynie wniosek o obniżkę stóp o 100 bp (najprawdopodobniej złożony przez A. Bratkowskiego). Potwierdza to naszą ocenę, że RPP była pod wrażeniem dobrych danych jakie napłynęły pomiędzy listopadowym a grudniowym posiedzeniem (por. MAKROpuls z 03.12.2014). Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków Rady, informacje o rozkładzie głosów podczas listopadowego posiedzenia RPP, a także *Minutes* z grudniowego posiedzenia wskazują, że nastawienia Rady stało się mniej gołębnie. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP utrzyma status quo w polityce pieniężnej do lipca 2016 r.
-  **Inflacja CPI w Polsce nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu z październikiem i wyniosła -0,6% r/r.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji w listopadzie był efekt niskiej ubiegłorocznej bazy w kategorii "łączość", związanej z promocjami na rynku telefonii komórkowej, który spowodował wzrost inflacji bazowej z wyłączeniem cen żywności i energii (0,4% r/r wobec 0,2% w listopadzie). W przeciwnym kierunku oddziaływał efekt wysokiej bazy sprzed roku w kategorii zdrowie związany ze wzrostem cen artykułów farmaceutycznych oraz silniejszy spadek dynamiki cen paliw, żywności i napojów bezalkoholowych w ujęciu rocznym (por. MAKROpuls z 15.12.2014). Prognozujemy, że deflacja utrzyma się w Polsce do II kw. 2015 r.
-  **Produkcja sprzedana przemysłu w Polsce zwiększyła się w listopadzie o 0,3% r/r wobec wzrostu o 1,6% października.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji pomiędzy październikiem a listopadem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Do spadku dynamiki produkcji przemysłowej w naszej ocenie mogły przyczynić się również przestoje w przedsiębiorstwach związane z długim weekendem. Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w listopadzie o 1,6% r/r wobec spadku o 1,0% w październiku. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w ujęciu miesięcznym o 2,5% wobec spadku o 0,9% października. Do wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej w ujęciu miesięcznym przyczynił się jednorazowy efekt wyborów samorządowych (por. MAKROpuls z 17.12.2014). W

związku z tym w kolejnych miesiącach oczekujemy wyraźnego spowolnienia wzrostu produkcji budowlano-montażowej, a jej istotnego przyspieszenia można oczekiwać dopiero w II poł. 2015 r. na skutek spodziewanego przez nas ożywienia w inwestycjach infrastrukturalnych.

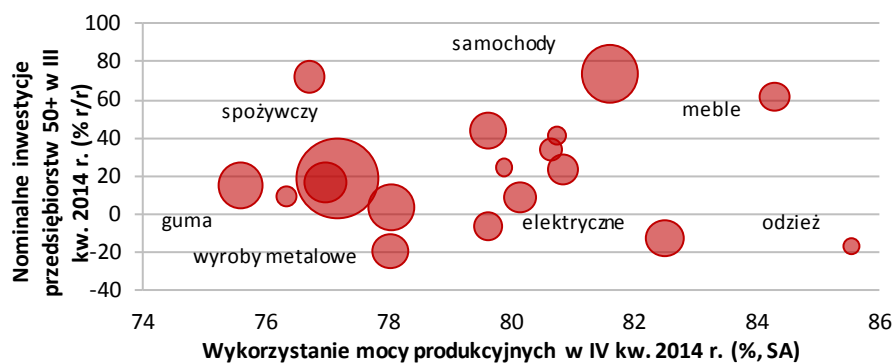
- ❗ **W październiku deficyt na rachunku bieżącym w Polsce był wyższy niż we wrześniu (-435 mln EUR wobec -235 mln EUR we wrześniu).** W kierunku zwiększenia ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływało pogorszenie salda obrotów handlowych (o 558 mln EUR niższe niż we wrześniu) i transferów bieżących (niższe o 177 mln EUR). Dynamika eksportu zmniejszyła się z 5,5% r/r we wrześniu do 3,2% w październiku, a dynamika importu spadła z 5,8% r/r do 3,4% w październiku. Oczekujemy, iż w najbliższych kwartałach prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w obszarze wspólnej waluty, w szczególności w Niemczech, będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia dynamiki polskiego eksportu, co przy utrzymującym się stosunkowo silnym krajowym popycie wewnętrznym przyczyni się do stabilizacji relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB w 2015 r.
- ❗ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw spadła w listopadzie do 2,7% r/r wobec 3,8% w październiku.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki płac był efekt przesunięć wypłat premii i nagród w górnictwie i kopalnictwie, a także w zakładach wytwarzających koks oraz produkty rafinacji ropy naftowej (por. MAKROpuls z 16.12.2014). Roczna dynamika liczby osób pracujących zwiększyła się w listopadzie do 0,9% r/r wobec 0,8% w październiku. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w listopadzie 4,3% r/r wobec 5,3% w październiku i 4,6% w III kw. Dane te nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji wzrosła z 3,2% r/r III kw. do 3,3% w IV kw.
- ❗ **Wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa obniżył się w grudniu do 49,5 pkt. wobec 50,0 pkt. w listopadzie.** Tym samym pierwszy raz od maja br. znalazł się on poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zmniejszenie indeksu wynikało z obniżenia wartości składowych dla nowych zamówień oraz zapasów pozycji zakupionych. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy chińskiego PKB, zgodnie z którą w IV kw. wyniesie on 7,2% r/r wobec 7,3% w III kw.

❗ To nie koniec ożywienia inwestycji przedsiębiorstw

Zgodnie z danymi GUS w III kw. br. dynamika nominalnych inwestycji przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyła się do 14,1% r/r wobec 10,9% w II kw. Tym samym jest to już czwarty kwartał z rzędu, w którym mieliśmy do czynienia z dwucyfrowym wzrostem nakładów na środki trwałe w średnich i dużych przedsiębiorstwach w ujęciu rocznym. Celem poniższej analizy jest odpowiedź na pytanie czy ożywienie w inwestycjach w sektorze przedsiębiorstw utrzymało się w IV kw.

Źródłem wzrostu dynamiki nominalnych inwestycji przedsiębiorstw 50+ w III kw. był wyższy wkład nakładów inwestycyjnych w przemyśle (11,0 pp. w III kw. wobec 6,8 pkt. w II kw.). W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast niższa kontrybucja inwestycji w budownictwie (-0,2 pp. wobec 0,7 pp. w II kw.) oraz usługach (3,2 pp. wobec 3,5 pp. w II kw.). Struktura danych stanowi potwierdzenie dla naszej oceny, zgodnie z którą sektor budowlany znajduje się obecnie na granicy stagnacji, a wzrostu inwestycji można w nim oczekiwać dopiero w II poł. 2015 r. na skutek spodziewanego przez nas ożywienia w inwestycjach infrastrukturalnych (por. MAKROpuls z 17.12.2014). W przypadku sektora usług w III kw. br. odnotowany został już drugi z rzędu spadek dynamiki nakładów inwestycyjnych w ujęciu rocznym. Mimo to utrzymuje się ona nadal na wysokim poziomie (8,7% r/r w III kw. wobec 9,0% w II kw.). Wyniki badań koniunktury GUS za IV kw. br. dotyczące przewidywanych nakładów inwestycyjnych w sektorze usług sygnalizują stabilizację tempa wzrostu inwestycji. Stanowi to wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą szczyt cyklu inwestycyjnego został osiągnięty na początku br. Dlatego też naszym zdaniem, z punktu widzenia oceny

trwałości ożywienia inwestycji w całym sektorze przedsiębiorstw kluczowy będzie dalszy rozwój sytuacji w przemyśle, a w szczególności w przetwórstwie.



*Powierzchnia koła na wykresie oznacza udział danej branży w całości produkcji przedsiębiorstw sektora przetwórczego

Źródło: GUS, Credit Agricole

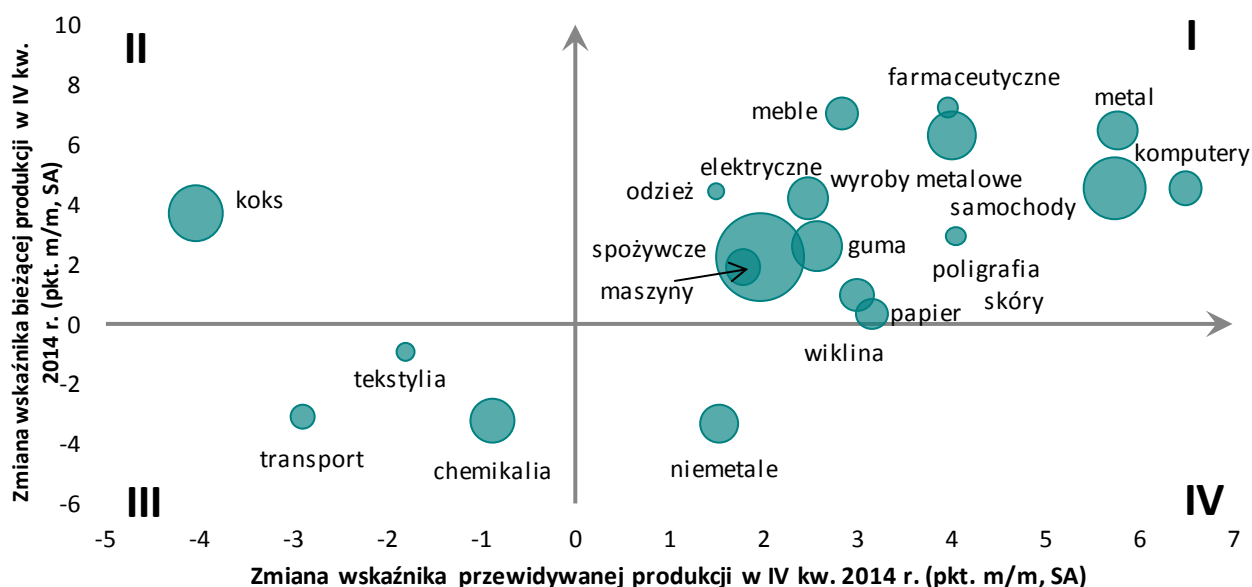
Dynamika nominalnych inwestycji przedsiębiorstw w przetwórstwie zwiększyła się w III kw. br. do 21,4% r/r wobec 7,8% w II kw. W największym stopniu do wzrostu dynamiki inwestycji w przetwórstwie przyczyniło się przyspieszenie inwestycji w dziale „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep”, którego wkład do wzrostu wyniósł 9,3 pp. w III kw. wobec -0,3 pp. w II kw. Istotny wpływ miały również inwestycje w

działach „produkcja papieru i wyrobów z papieru” (0,5 pp. wobec -3,3 pp.), „produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych” (1,3 pp. wobec -1,5 pp.) oraz „produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych” (0,8 pp. wobec -1,0 pp.). W naszej ocenie głównym bodźcem dla szybkiego wzrostu inwestycji w III kw. był wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie przemysłowym, który w III kw. wyniósł 77,0% (dane odsezonowane). W IV kw. wzrósł on do 77,4%, kształtując się na poziomie najwyższym od IV kw. 2008 r. Wraz ze wzrostem stopnia wykorzystania mocy wytwórczych przedsiębiorstwa zamierzając zwiększać produkcję stają przed koniecznością zwiększania nakładów na środki trwałe. Jednak ostatecznie decyzja o zwiększeniu aparatu produkcyjnego w znacznym stopniu zależy od oczekiwań przedsiębiorców co do przyszłego poziomu produkcji. Dlatego też uważamy, że dalsze przyspieszenie inwestycji w przetwórstwie nastąpi przede wszystkim w tych branżach, w których planowany jest dalszy wzrost produkcji. Jako miarę oczekiwań przedsiębiorców przyjęliśmy kombinację dwóch wyrównanych sezonowo wskaźników koniunktury GUS: bieżący poziom produkcji oraz oczekiwany poziom produkcji. Następnie obliczyliśmy różnice pomiędzy wartościami wspomnianych wyżej wskaźników dla poszczególnych branż przetwórstwa pomiędzy III kw. br. a pierwszymi dwoma miesiącami IV kw. br. Interpretacja wykresu jest następująca:

- Wskaźnik bieżącej produkcji dodatni, wskaźnik oczekiwanej produkcji dodatni (tempo wzrostu produkcji pomiędzy III kw. a IV kw. zwiększyło się, oczekiwania co do przyszłego tempa wzrostu poprawiły się w IV kw. w stosunku do III kw.; I ćwiartka)
- Wskaźnik bieżącej produkcji dodatni, wskaźnik oczekiwanej produkcji ujemny (tempo wzrostu produkcji pomiędzy III kw. a IV kw. zwiększyło się, oczekiwania co do przyszłego tempa wzrostu pogorszyły się w IV kw. w stosunku do III kw.; II ćwiartka)
- Wskaźnik bieżącej produkcji ujemny, wskaźnik oczekiwanej produkcji dodatni (tempo wzrostu produkcji pomiędzy III kw. a IV kw. zmniejszyło się, oczekiwania co do przyszłego tempa wzrostu poprawiły się w IV kw. w stosunku do III kw.; IV ćwiartka)
- Wskaźnik bieżącej produkcji ujemny, wskaźnik oczekiwanej produkcji ujemny (tempo wzrostu produkcji pomiędzy III kw. a IV kw. zmniejszyło się, oczekiwania co do przyszłego tempa wzrostu pogorszyły się w IV kw. w stosunku do III kw.; III ćwiartka)

Zgodnie z informacjami zawartymi na wykresie 15 branż znajduje się w I ćwiartce co oznacza, że zarówno tempo wzrostu produkcji w tych sektorach jak i oczekiwania co do jego przyszłego wzrostu poprawiły się w IV kw. Wspomniane branże odpowiadają łącznie za 82,3% produkcji w przetwórstwie. Spadek tempa wzrostu produkcji nastąpi najprawdopodobniej jedynie w czterech sektorach („wytwarzanie i przetwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej”, „produkcja pozostałego sprzętu transportowego”, „produkcja

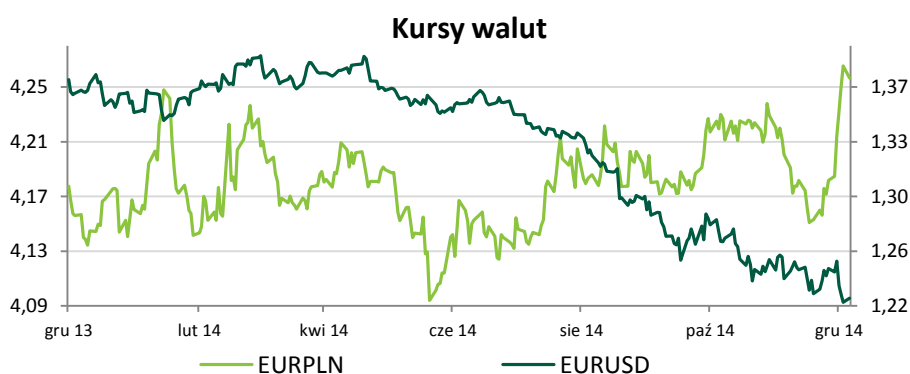
chemikaliów” oraz „produkcja tekstyliów”. Uważamy zatem, że rosnąca produkcja w przeważającej części branż w przetwórstwie w połączeniu z wysokim wykorzystaniem mocy wytwórczych sygnalizuje wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji ożywienia w inwestycjach przedsiębiorstw w IV kw. br. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy inwestycji ogółem (9,0% r/r w IV kw. wobec 9,9% w III kw.).



*Powierzchnia koła na wykresie oznacza udział danej branży w całości produkcji przedsiębiorstw sektora przetwórczego

Źródło: GUS, Credit Agricole

Ryzyko dalszej deprecjacji złotego



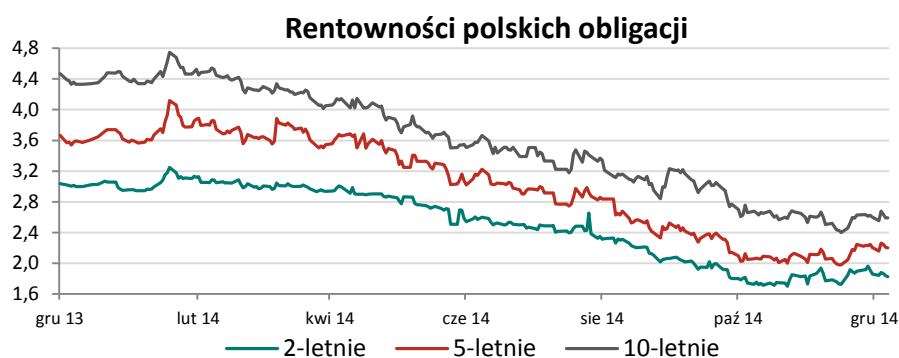
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2614 (osłabienie złotego o 1,9%). W poniedziałek mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu EURPLN, który oscylował w okolicach poziomu 4,18. We wtorek złoty silnie tracił na wartości w po publikacji lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w najważniejszych gospodarkach europejskich oraz w wyniku

gwałtownej wyprzedaży rubla (we wtorek kurs USDRUB osiągnął maksymalnie poziom ok. 78 podczas gdy jeszcze w poniedziałek za dolara płacono minimalnie 58 rubli – osłabienie rubla o ok. 26% w ciągu dwóch dni). Choć w następnym dniu rosyjska waluta odrabiała straty, kurs złotego osłabiał się, co najprawdopodobniej było związane ze zmniejszaniem przez inwestorów swojej ekspozycji w regionie i wyprzedażą złotego. W efekcie kurs EURPLN w piątek w południe osiągnął wartość 4,28, kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od września 2013 r.)

W najbliższych dwóch tygodniach kurs złotego sytuacja na rosyjskim rynku walutowym może nadal wywierać istotny wpływ na kurs złotego. Naszym zdaniem kryzys walutowy w tym kraju będzie oddziaływał w kierunku dalszego odpływu kapitału z regionu i deprecjacji złotego. Do osłabienia polskiej waluty mogą

przyczynić się również dane nt. krajowej sprzedaży detalicznej, które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą zwiększyć oczekiwania inwestorów na obniżki stóp procentowych przez RPP. Negatywny dla złotego może być również odczyt grudniowego oficjalnego indeksu PMI w chińskim przetwórstwie, który najprawdopodobniej potwierdzi spowolnienie w chińskiej gospodarce. W przeciwnym kierunku może oddziaływać natomiast grudniowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, wskazujący na poprawę koniunktury. Dane z amerykańskiej gospodarki (finalny odczyt PKB, rynek nieruchomości, koniunktura konsumentów i koniunktura w przetwórstwie) z uwagi na okres świąteczny nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku. Oczekujemy ponadto, że z uwagi na obecną sytuację rynkową prawdopodobieństwo interwencji walutowych BGK pod koniec grudnia w celu umocnienia złotego jest niskie (patrz powyżej).

Sprzedaż detaliczna w Polsce istotna dla rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,826 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,199 (spadek o 1pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,590 (spadek o 1pb). W poniedziałek ceny polskich obligacji rosły na całej długości krzywej, co związane było m.in. w publikacją niższych od oczekiwań danych o

inflacji w Polsce, które zwiększyły oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez RPP. We wtorek ceny polskiego długu zaczęły spadać z uwagi na wzrost awersji do ryzyka w regionie wywołany przez silną wyprzedaż rubla. W środę polskie obligacje odrabiały wtorkowe straty, czemu sprzyjało uspokojenie sytuacji w Rosji, a także niższe od oczekiwań dane nt. krajowej produkcji przemysłowej. W czwartek i piątek mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją na polskim rynku długu.

Przez najbliższe dwa tygodnie, z uwagi na okres świąteczny oczekujemy spadku obrotów na polskim rynku długu. W naszej ocenie najważniejszym wydarzeniem będzie publikacja danych nt. sprzedaży detalicznej w Polsce, która w przypadku realizacji naszej prognozy może nasilić oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez RPP, a w rezultacie oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskich obligacji. Istotnym odczytem będzie również grudniowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który w przypadku realizacji naszej prognozy poprawy koniunktury może przyczynić się do spadku cen polskiego długu. Dane z amerykańskiej gospodarki (finalny odczyt PKB, rynek nieruchomości, koniunktura konsumentów i koniunktura w przetwórstwie) oraz wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie będą naszym zdaniem neutralne dla rentowności polskich obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00
Kurs EURPLN*	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,24
Kurs USDPLN*	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,46
Kurs CHFPLN*	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,52
Inflacja CPI (r/r, %)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,6	-1,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,2	-1,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	0,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	3,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,3	
Saldo ROB (mIn EUR)	-584	-652	-1100	-651	345	421	-237	-746	-681	-887	-235	-435		
Eksport (r/r, % EUR)	3,0	11,6	8,4	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	5,5	3,2		
Import (r/r, % EUR)	-1,7	0,7	5,8	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	5,8	3,4		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2014				2015				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,4	3,5	3,3	3,0	2,6	3,0	3,3	3,6	3,3	3,1	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	2,9	3,0	3,2	3,3	2,9	3,5	3,6	3,3	3,1	3,3	3,5	
Inwestycje (% r/r)	11,2	8,7	9,9	9,0	4,8	8,1	8,5	8,5	9,5	7,9	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,1	4,8	3,8	3,6	2,5	3,6	6,1	6,5	4,8	4,7	7,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	7,3	9,4	7,3	8,1	3,8	5,8	7,3	9,6	8,0	6,7	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,8	2,0	1,7	1,9	2,1	2,1	1,7	1,8	2,0	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,5	1,8	2,4	0,6	1,4	1,6	2,4	1,9	1,6	0,8
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,9	-1,6	-1,8	-0,6	-0,9	-0,4	-1,3	-1,4	-0,8	0,5
Saldo obrotów bieżących***	-1,1	-1,2	-1,2	-1,9	-1,9	-2,1	-2,0	-2,2	-1,9	-2,2	-2,5	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,5	11,6	12,1	10,9	10,5	10,8	11,6	10,8	10,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	3,5	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,6	3,4	3,7	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,3	1,0	0,0	0,3	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,28	2,06	2,20	2,20	2,20	2,20	2,06	2,20	2,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	
EURPLN**	4,17	4,16	4,18	4,24	4,20	4,20	4,17	4,15	4,24	4,15	3,90	
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	3,46	3,50	3,41	3,34	3,32	3,46	3,32	3,25	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 22.12.2014r.						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	5,26	5,21	5,20
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	-11,6		-11,0
Wtorek 23.12.2014r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	2,3	0,9	2,1
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Listopad	11,3	11,3	11,3
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	3,9	4,5	4,3
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	0,3	2,4	2,9
15:55	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	93,8	92,9	93,5
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Grudzień	4,0		
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,2	0,5	0,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Listopad	458	462	460
Środa 24.12.2014r.						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	289		
Wtorek 30.12.2014r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	2,5	2,6	2,6
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Październik	0,3		0,4
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	88,7	92,0	93,0
Środa 31.12.2014r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Grudzień	54,5	53,4	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Grudzień	60,8		60,8
Czwartek 01.01.2015r.						
0:00	Chiny	Indeks PMI dla przetwórstwa wg CFLP (pkt.)	Grudzień	50,3	49,9	50,0
Piątek 02.01.2015r.						
2:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	49,5		
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	53,2	53,5	51,0
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	51,2	51,2	51,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	50,8	50,8	50,8
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	58,7	58,0	57,9
16:00	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	58,7		57,9

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI	Główny Ekonomista	tel.: 22 573 18 40	jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krystian JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krystian.jaworski@credit-agricole.pl
	Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny "MAKROMAPA" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau:		mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.