

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Rezerwa Federalna utrzyma status quo w polityce pieniężnej chcąc ocenić wpływ podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, pogorszenia koniunktury w Chinach oraz spadku cen surowców na wzrost gospodarczy w USA i perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego. W naszym scenariuszu bazowym w 2016 r. zakładamy trzy podwyżki (pierwsza w czerwcu) docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o łącznej skali 75 pb – do poziomu [1,00%; 1,25%] na koniec roku. Po posiedzeniu FED w tym tygodniu nie jest zaplanowana konferencja prasowa. W naszej ocenie możemy mieć jednak do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji po publikacji komunikatu FOMC.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W piątek zostanie opublikowany wstępny szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub.r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 0,6% wobec 2,0% w III kw. ze względu na spadek wkładów zapasów, eksportu netto oraz konsumpcji. Ponadto w czwartek opublikowane zostaną wstępne grudniowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zmniejszyły się one o 0,3% m/m wobec stabilizacji w listopadzie. W kierunku spadku zamówień oddziaływały m.in. niższe zamówienia w branży motoryzacyjnej. W tym tygodniu poznamy również dane nt. sprzedaży nowych domów, która w naszej ocenie zmniejszyła się do 483 tys. w grudniu z 490 tys. w listopadzie. Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (wzrost do 96,8 pkt. wobec 96,5 pkt. grudniu) podobnie jak zrewidowany w dół finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (92,5 pkt. wobec 92,6 pkt. w grudniu) będą w sumie odzwierciedlać stabilizację nastrojów gospodarstw domowych w styczniu. Niższy od konsensusu (0,8%) odczyt zannualizowanego tempa wzrostu PKB będzie naszym zdaniem lekko pozytywny dla kursu złotego i cen polskiego długu. Publikacja pozostałych danych z USA pozostanie w cieniu środowego posiedzenia FOMC i nie będzie miała znaczącego wpływu na rynki finansowe.
- **W piątek poznamy wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, iż dynamika cen zwiększyła się w styczniu do 0,3% r/r wobec 0,2% r/r w grudniu. W czwartek poznamy również wstępny szacunek styczniowej inflacji w Niemczech. Oczekujemy, że nie zmieniła się ona w porównaniu do grudnia i wyniosła 0,2% r/r. Naszym zdaniem publikacja niższych od oczekiwań rynkowych odczytów inflacji w Niemczech (0,4%) i w strefie euro (0,3%), w świetle ubiegłotygodniowych wypowiedzi M. Draghiego (patrz poniżej), może oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskiego długu.
- **Dzisiaj poznamy odczyt indeksu Ifo obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu spadła w styczniu do 108,5 pkt. z 108,7 pkt. w grudniu. Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek zagregowanego wskaźnika PMI w Niemczech w styczniu (patrz poniżej).
- **We wtorek GUS opublikuje szacunek PKB za 2015 r.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 3,4% r/r wobec 3,3% w 2014 r. Odczyt zgodny z naszą prognozą oznaczałby, że roczna dynamika PKB w IV kw. ub. r. nie zmieniła się w stosunku do III kw. i wyniosła 3,5%. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w grudniu ub. r. sygnalizują lekkie ryzyko w górę dla prognozy rocznego wskaźnika PKB. Nie spodziewamy się jednak istotnego wpływu ewentualnie wyższej od naszych oczekiwań rocznej dynamiki PKB w 2015 r. na kurs złotego i ceny obligacji.

W zeszłym tygodniu

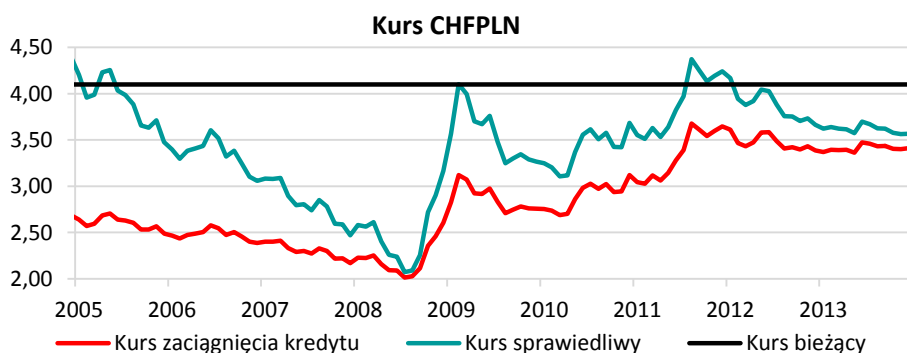
- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie przyniosło ono zmian parametrów polityki monetarnej. W komunikacie po posiedzeniu znalazła się informacja, iż z uwagi na wyższą niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarek wschodzących, zwiększenie zmienności na rynkach finansowych i surowcowych oraz zagrożenia geopolityczne, zwiększyły się ryzyka dla gospodarki strefy euro. Zwrócono również uwagę, że inflacja w strefie euro jest niższa od wcześniejszych oczekiwań, głównie ze względu na silny spadek cen ropy naftowej. Dlatego też na najbliższym posiedzeniu (marzec), uwzględniając najnowsze marcowe projekcje makroekonomiczne, EBC „będzie musiał ocenić i być może zrewidować nastawienie w polityce pieniężnej”. Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest obniżenie stopy depozytowej o 10 pb do -0,40% oraz wydłużenie horyzontu czasowego programu luzowania ilościowego o 6 miesięcy do września 2017 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z Chin.** Tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. zmniejszyło się do 1,6% kw/kw wobec 1,8% kw/kw (6,8% r/r w IV kw. wobec 6,9% w III kw.). W efekcie w całym 2015 r. PKB zwiększył się o 6,9% wobec 7,3% w 2014 r., co oznacza, że cel dla wzrostu gospodarczego wyznaczony przez chiński rząd na poziomie ok. 7% został osiągnięty. Na uwagę zasługuje spadek deflatora PKB w IV kw. do -0,9% r/r z -0,7% w III kw., który tym samym ukształtował się na najniższym poziomie od 2009 r. (deflator PKB jest główną miarą tempa wzrostu cen uwzględnianą przez Ludowy Bank Chin). Prowadzi to do wzrostu realnych stóp procentowych, co utrudnia realizację rządowych planów utrzymania tempa wzrostu gospodarczego w latach 2016-2020 na poziomie przynajmniej 6,5%. Tym samym oczekujemy, że Ludowy Bank Chin dokona dwóch obniżek benchmarkowych stóp procentowych po 25 pb każda w I i II kw. br. Dodatkowo w I poł. br. obniży on stopę rezerw obowiązkowych (dwie obniżki po 50 pb).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** Sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się do 5,46 mln wobec 4,76 mln w listopadzie. Spadek odnotowały natomiast liczba pozwoleń na budowę (1232 tys. w grudniu wobec 1282 tys. w listopadzie) oraz liczba rozpoczętych budów domów (1149 tys. w grudniu wobec 1179 tys. w listopadzie). Odczyty ukształtowały się tym samym na relatywnie wysokim w porównaniu do ostatnich kilku lat poziomie, co wskazuje na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks Philadelphia FED, który wzrósł w styczniu do -3,5 pkt. wobec -5,9 pkt. w grudniu, wskazując na poprawę sytuacji w przetwórstwie. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w IV kw. ub. r. do 0,6% wobec 2,0% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne styczniowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się w styczniu do 53,5 pkt. wobec 54,3 pkt. w grudniu. Na spadek indeksu złożyły się niższa wartość wskaźnika w Niemczech (54,5 pkt. w styczniu wobec 55,5 pkt. w grudniu) oraz jego wzrost we Francji (50,5 pkt. wobec 50,1 pkt.). Na zmniejszenie indeksu w Niemczech złożyły się zarówno obniżenie aktywności w sektorze usług jak i spadek składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Poprawa koniunktury we Francji wynikała z wyższej aktywności w sektorze usług, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała niższa składowa dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W pozostałych krajach strefy euro uwzględnionych w badaniu odnotowano nieznaczne pogorszenie koniunktury. Prognozujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. br. nie zmieni się w stosunku do IV kw. 2015 r. i wyniesie 0,4%.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w**

odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w styczniu do 10,2 pkt. wobec 16,1 pkt. w grudniu. Zgodnie z treścią komunikatu pogorszenie nastrojów spowodowane było m.in. negatywnym wpływem spowolnienia w Chinach oraz innych rynkach wschodzących na niemiecką gospodarkę, a także podwyższoną zmiennością na światowych rynkach finansowych na początku br. Prognozujemy, że kwartalna dynamika niemieckiego PKB w I kw. br. nie zmieni się w stosunku do IV kw. 2015 r. i wyniesie 0,4%.

- ✔ **Wicepremier M. Morawiecki powiedział, że w rządowi zależy na utrzymaniu kursu EURPLN w przedziale 4,10-4,40 w długim okresie.** Od momentu wprowadzenia systemu kursu płynnego w 2000 r. rząd nigdy nie ogłaszał docelowego przedziału wahań dla kursu walutowego. Jeśli wypowiedź M. Morawieckiego znajdzie odzwierciedlenie w działaniach BGK lub NBP, docelowe pasmo dla EURPLN ograniczy swobodę prowadzenia polityki monetarnej przez NBP i w naszej ocenie może sprzyjać atakom spekulacyjnym na złotego. Z kolei mniejsza swoboda NBP w zakresie realizacji polityki pieniężnej może doprowadzić do kolejnej obniżki polskiego ratingu przez agencję Standard & Poor's. W opisie perspektywy ratingu zaznaczyła ona, że przyczyną ewentualnej obniżki mogłoby być ograniczenie „efektywności” polityki monetarnej.
- ✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła w grudniu o 6,7% r/r wobec 7,8% w listopadzie.** Zmniejszenie dynamiki produkcji pomiędzy listopadem a grudniem wynikało z niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz efektu wysokiej bazy z grudnia 2014 r. W kierunku wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływały natomiast wzrost popytu zewnętrznego, a także przyspieszenie realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych z perspektywy 2007-2013, które musiały zostać rozliczone do końca ub.r. (por. MAKROpuls z 21.01.2016). Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w grudniu o 0,3% r/r wobec wzrostu o 1,2% w listopadzie. Spadek jej dynamiki, podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, wynikał z niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz efektu wysokiej bazy z grudnia 2014 r. W IV kw. ub. r. roczna dynamika produkcji przemysłowej wyniosła 5,6% wobec 4,4% w III kw., a produkcji budowlano-montażowej -1,4% wobec 0,7%. Dane stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy dynamiki PKB w IV kw. ub. r. (3,5% r/r).
- ✔ **Sprzedaż detaliczna w Polsce wzrosła w grudniu o 4,9% r/r wobec 3,3% w listopadzie.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w grudniu o 7,0% r/r wobec 5,7% w listopadzie. Głównym źródłem wyższego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej było zwiększenie dynamiki sprzedaży w kategorii "sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach". Wzrost ten wynikał naszym zdaniem ze znaczącego wzrostu wydatków świątecznych dokonywanych przez gospodarstwa domowe w porównaniu do 2014 r. (por. MAKROpuls z 21.01.2016). W IV kw. ub. r. dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych wyniosła 5,4% r/r wobec 2,8% w III kw., co stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy spożycia prywatnego, zgodnie z którą jego roczna dynamika zwiększy się w IV kw. do 3,3% wobec 3,1% w III kw.
- ✔ **Dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w grudniu do 3,1% r/r wobec 4,0% w listopadzie.** Spowolnienie tempa wzrostu płac wynikało w dużym stopniu z ustąpienia efektu niskiej bazy (m.in. w górnictwie oraz produkcji koks i produktów rafinacji ropy naftowej), który podbił listopadowy odczyt średniej płacy (por. MAKROpuls z 20.01.2016). Roczna dynamika zatrudnienia wzrosła w grudniu do 1,4% wobec 1,2% w listopadzie. W efekcie szacujemy, że w IV kw. 2015 r. realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło 5,4% r/r wobec 5,3% r/r w III kw.

Nowy projekt ustawy frankowej receptą na silne spowolnienie wzrostu

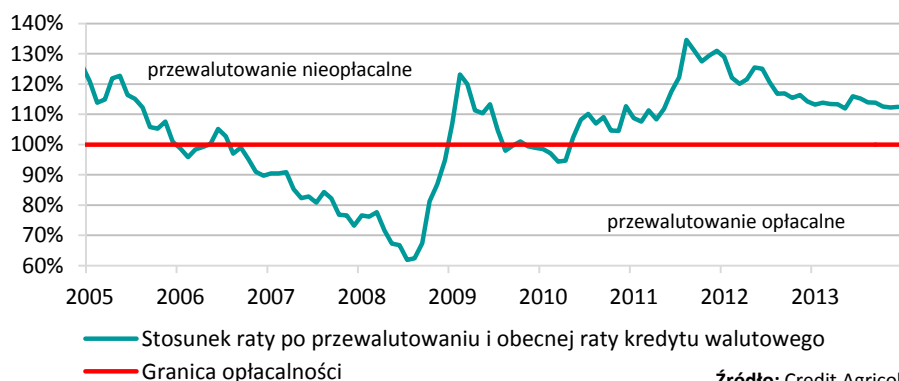
Dwa tygodnie temu Kancelaria Prezydenta przedstawiła projekt ustawy „o sposobach przywrócenia równości stron niektórych umów kredytu i umów pożyczki”, potocznie przewalutowania kredytów walutowych. Poniżej przedstawiamy oszacowanie wpływu rozwiązania zaproponowanego przez kancelarię na wynik sektora bankowego oraz ocenę jego oddziaływania na sytuację gospodarczą w Polsce.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

Zgodnie z projektem ustawy przewalutowanie będzie następowało po tzw. kursie „sprawiedliwym” (dalej KS). W celu obliczenia KS należy skorzystać z algorytmu opracowanego przez kancelarię. W uproszczeniu, różnica pomiędzy wartością raty kapitałowo-odsetkowej dla kredytu walutowego (wyrażoną w złotych) porównywana jest z wartością raty

odsetkowej hipotetycznego kredytu złotowego. Przez hipotetyczny kredyt udzielony w walucie polskiej rozumie się kredyt, który byłby postawiony do dyspozycji konsumenta w dniu zaciągnięcia kredytu walutowego przy założeniu podobnych warunków (taka sama początkowa wartość, marża i okres kredytu, odsetki liczone na podstawie stopy WIBOR zamiast LIBOR). Jeśli powyższa różnica jest korzystna dla konsumenta z kredytem walutowym, jest ona doliczana do wartości hipotetycznego kredytu złotowego. W przeciwnym razie jest ona odejmowana. Operacja porównywania wysokości rat powtarzana jest dla każdej raty od momentu zaciągnięcia kredytu do chwili jego przewalutowania. KS CHFPLN obliczany jest poprzez podzielenie wartości hipotetycznego kredytu złotowego powiększonego/pomniejszonego o skumulowane powyższe różnice przez saldo kapitału kredytu walutowego pozostałego do spłaty. W rezultacie KS przyjmuje różną wartość w zależności od tego, kiedy kredyt był udzielony. Dla dominującej części kredytów znajduje się on pomiędzy kursem CHFPLN, po którym został zaciągnięty kredyt walutowy i obecnym poziomem kursu.



Źródło: Credit Agricole

Użycie KS (niższego od bieżącego kursu CHFPLN) do przewalutowania prowadzi do zmniejszenia kapitału kredytu wyrażonego w złotych pozostałego do spłaty, co oddziałuje w kierunku spadku wysokości miesięcznej raty. Jednocześnie po przewalutowaniu dalsza obsługa zadłużenia odbywa się po stopie WIBOR (wyższej niż dotychczas obowiązująca stopa

LIBOR), co oddziałuje w kierunku wzrostu wysokości raty kredytu. Operacja przewalutowania kredytu ma charakter dobrowolny, tj. kredytobiorca sam podejmuje taką decyzję. Zakładamy, że przeciętny czas trwania kredytu walutowego to 25 lat, z marżą równą 2,0%, a przewalutowanie nastąpiłoby przy kursie bieżącym CHFPLN równym 4,10. Zgodnie z naszymi obliczeniami kredyty, dla których opłacalne byłoby przewalutowanie (doprowadziłoby ono do uzyskania raty niższej lub równej tej płaconej obecnie) zostały zaciągnięte w I kw. 2006 r., okresie od III kw. 2006 r. do IV kw. 2009 r. oraz w okresie od III kw. 2009 r. do I kw. 2010 r.

Różnica pomiędzy bieżącym kursem CHFPLN i KS pomnożona przez wysokość kapitału w walucie obcej pozostałej do spłacenia stanowi koszt dla sektora bankowego. Dla kredytów zaciągniętych w okresie wymienionym powyżej szacujemy wysokość tego obciążenia na 47,0 mld zł. Nie można jednak wykluczyć, że niektórzy kredytobiorcy, dla których bieżąca wysokość raty wzrosłaby po przewalutowaniu i tak zdecydowali się na taką operację. Takie działanie można uzasadnić obawami o dalsze osłabienie złotego względem franka szwajcarskiego, co podwyższyłoby przyszłe raty. Zakładając, że na przewalutowanie kredytu zdecydowałoby się konsument, których rata wzrosłaby maksymalnie o 10%, koszty dla sektora bankowego zwiększyłyby się do 49,0 mld zł. Rozważyliśmy również warianty alternatywne, w których na przewalutowanie zdecydują się tylko ci konsumenci, których raty ulegną wyraźnemu obniżeniu. Przewalutowanie tylko tych kredytów, dla których możliwe jest osiągnięcie raty niższej o 10% generowałoby obciążenie dla sektora bankowego w wysokości 39,2 mld zł, raty niższej o 20% – 28,6 mld zł, a raty niższej o 30% – 15,4 mld zł.

		Koszt dla sektora bankowego (mld zł)	
		Przewalutowanie	Zwrot kosztów spreadu
Rata po przewalutowaniu w porównaniu do obecnej raty kredytu walutowego	Wyższa o maksymalnie 10%	49,0	10,0
	Niższa bądź równa	47,0	
	Niższa o co najmniej 10%	39,2	
	Niższa o co najmniej 20%	28,6	
	Niższa o co najmniej 30%	15,4	

Źródło: Opracowanie własne

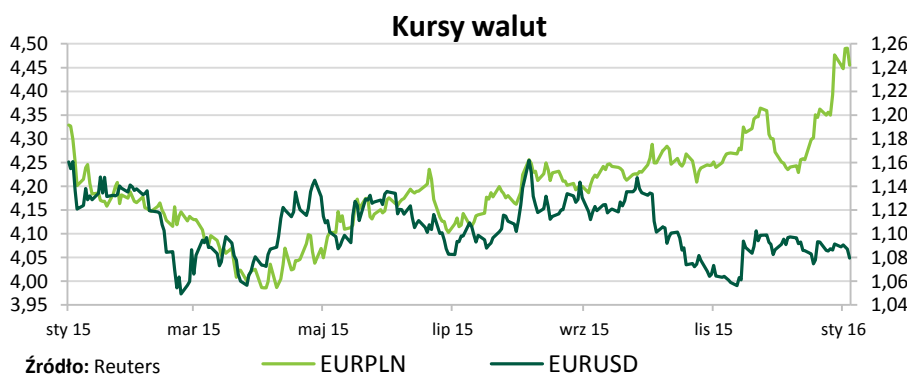
Zgodnie z ustawą dodatkowe obciążenie dla sektora bankowego będzie generowane przez rozliczenie kosztów spreadu na kursie walutowym nakładanych na kredytobiorców (występujące m.in. przy spłacie rat kredytu walutowego oraz przy wypłacie początkowej wartości kredytu walutowego w złotych). Kredytodawca będzie zobowiązany do wyliczenia kosztu poniesionego przez kredytobiorcę ze względu na występowanie różnic między stosowanym przez bank kursem, a kursem NBP. Suma ta (z uwzględnieniem odsetek ustawowych) będzie odejmowana na wniosek konsumentów od kwoty kredytu przeznaczonej do spłaty. Operacja ta może zostać wykonana niezależnie od przewalutowania kredytu, a tym samym jej koszt jest stały w każdym wariantcie. Zakładając, że różnica pomiędzy kursem stosowanym przez banki i fixingiem NBP wynosiła przeciętnie 3,0%, a na operację zdecydują się wszyscy kredytobiorcy (zawsze przynosi ona korzyść dla klienta) szacujemy koszt tej operacji na 10 mld zł.

W rezultacie, w najmniej korzystnym dla banków wariantcie (przewalutowanie kredytów, dla których nowa rata byłaby wyższa maksymalnie o 10% w porównaniu do obecnej raty) łączny koszt przewalutowania i zwrotu kosztów poniesionych przez kredytobiorców związanych ze spreadem wyniesie 59 mld zł. Kancelaria Prezydenta przewiduje możliwość odliczenia części kosztów przewalutowania od wysokości podatku bankowego (maksymalnie 20% podatku), jednak wielkość tego odliczenia w kolejnych latach nie jest znana ex ante w przeciwieństwie do utraty wartości aktywów z tytułu zastosowania KS. W związku z tym można oczekiwać, że rezerwy związane przez banki w związku z wejściem w życie ustawy frankowej nie będą pomniejszane o wartość przyszłych odliczeń od podatku bankowego, kształtując się tym samym na poziomie zbliżonym do naszego szacunku.

W naszej ocenie uchwalenie ustawy frankowej w postaci zaproponowanej przez Kancelarię Prezydenta prowadziłoby do straty sektora bankowego wielokrotnie przekraczającej jego roczny wynik finansowy netto. Konsekwencją tej straty byłoby naszym załamanie akcji kredytowej, osłabienie kursu złotego, wzrost rentowności obligacji i głębokie spowolnienie wzrostu gospodarczego oddziałujące kierunku długotrwałego i znacznego pogorszenia sytuacji fiskalnej. Dlatego uważamy, że przyjęcie ustawy o przewalutowaniu kredytów walutowych zgodnie z propozycją Kancelarii Prezydenta jest mało prawdopodobne. Naszą ocenę wspiera ubiegłotygodniowy, czwartkowy komunikat agencji ratingowej Fitch, zgodnie z którym uchwalenie ustawy „osłabiłoby sektor bankowy do takiego stopnia, w którym nie

byłby on w stanie zapewniać polskiej gospodarce finansowania” i mogłoby skutkować obniżeniem ratingu Polski.

■ Piątkowe dane z USA i strefy euro mogą umocnić złotego

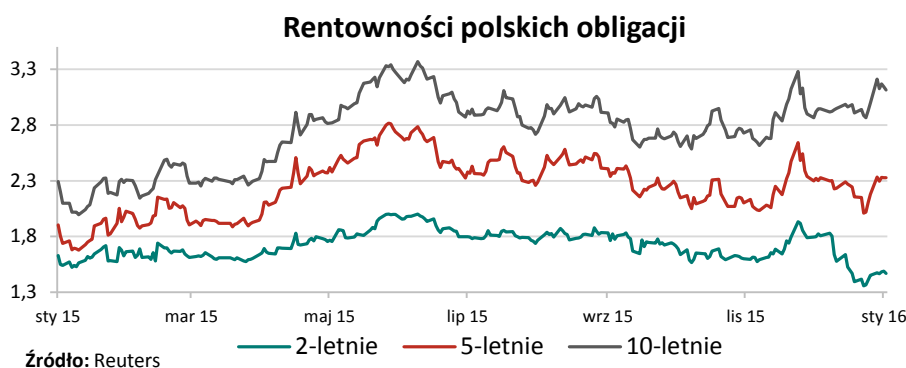


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4550 (umocnienie złotego o 0,5%). Przez cały ubiegły tydzień kurs złotego kształtowany był głównie przez czynniki o charakterze globalnym. Potwierdzenie dla takiej oceny stanowi jego wysoka współzależność z innymi walutami rynków wschodzących. W pierwszej części tygodnia

mieliśmy do czynienia z jego deprecjacją. W efekcie w czwartek kurs EURPLN przekroczył granicę 4,51, osiągając najwyższy poziom od stycznia 2012 r. Gołębie wypowiedzi prezesa EBC M. Dragiego na konferencji po posiedzeniu doprowadziły do przejściowego umocnienia złotego. W czwartek polska waluta zyskiwała na wartości w ślad za wzrostem cen ropy naftowej. Zmniejszył on bowiem oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej na rynkach wschodzących. Dodatkowo w kierunku umocnienia złotego oddziaływały niższe od oczekiwań wyniki badań koniunktury (PMI) w strefie euro.

W tym tygodniu najważniejsze wydarzenia dla kształtowania się kursu złotego będą miały miejsce w piątek. Opublikowane zostaną wtedy pierwszy szacunek PKB za IV kw. ub.r. w USA oraz wstępny szacunek styczniowej inflacji w strefie euro. W obu przypadkach prognozujemy, że odczyty będą niższe od oczekiwań rynku. Tym samym mogą one oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. W środę kurs polskiej zmienności może charakteryzować się podwyższoną zmiennością z uwagi na posiedzenie FOMC. Pozostałe dane zza granicy (zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan z USA oraz indeks Ifo w Niemczech) podobnie jak krajowy wstępny szacunek PKB za 2015 r. nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku.

■ Piątkowe dane ze strefy euro oraz USA w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,470 (wzrost o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,326 (wzrost o 15pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,115 (wzrost o 12pb). W poniedziałek na otwarciu miał miejsce silny wzrost rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, związany z

ogłoszoną w piątek dwa tygodnie temu decyzją agencji Standard & Poor`s o obniżeniu polskiego ratingu oraz jego oceny. W dalszej części dnia miała miejsce korekta. Od wtorku do piątku ceny polskiego długu były stabilne. Posiedzenie EBC oraz wypowiedzi prezesa EBC na konferencji podobnie jak krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej miały ograniczony wpływ na krzywą dochodowości.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu podobnie jak w przypadku kursu złotego skupiona będzie na piątkowych odczytach pierwszego szacunku PKB w USA za IV kw. oraz wstępnej inflacji w strefie euro za styczeń. W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz, dane mogą oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskich obligacji. W środę oczekujemy podwyższonej zmienności cen polskiego długu z uwagi na wieczorne posiedzenie FOMC. Pozostałe dane zza granicy (zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan z USA oraz indeks Ifo w Niemczech) podobnie jak krajowy wstępny szacunek PKB za 2015 r. będą w naszej ocenie neutralne dla polskiego rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,45
Kurs USDPLN*	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,11
Kurs CHFPLN*	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	4,06
Inflacja CPI (r/r, %)	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,4	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-1011	-228	93	1054	929	928	-963	-1110	-654	-768	-163	620		
Eksport (r/r, % EUR)	9,8	4,4	10,9	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,6		
Import (r/r, % EUR)	13,1	-2,1	3,9	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,4		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,7	3,3	3,5	3,5	3,0	2,7	2,5	2,7	3,4	2,7	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,3	2,4	4,7	4,1	3,7	3,1	3,7	2,8	
Inwestycje (% r/r)	11,5	6,1	4,6	4,4	2,7	3,3	2,8	2,5	6,0	2,8	6,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,4	4,8	3,9	4,1	2,8	4,4	5,0	5,6	5,3	4,5	4,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,8	4,5	3,1	3,6	3,5	5,9	5,1	5,3	4,5	5,0	4,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	2,8	2,5	1,9	1,8	2,2	1,6
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,1	0,9	1,2	0,4	0,6	1,0	0,7	1,2	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,2	0,4	0,3	-0,2	-0,6	0,0	0,2	0,4	-0,1	-0,1
Saldo obrotów bieżących***	-1,3	-0,5	-0,5	-0,8	-1,0	-1,4	-1,3	-1,4	-0,8	-1,4	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	11,5	10,2	9,7	9,8	10,6	9,6	9,2	9,6	9,8	9,6	9,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,8	1,2	0,7	0,9	0,8	0,5	0,2	0,0	1,2	0,4	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,1	3,0	3,2	3,6	3,8	4,4	5,0	3,4	4,2	5,0	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	1,0	0,9	1,1	1,6	-0,9	1,1	1,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,73	1,72	1,22	1,22	1,22	1,30	1,72	1,30	2,30	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,00	2,00	
EURPLN**	4,07	4,19	4,25	4,26	4,40	4,40	4,35	4,30	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,80	3,76	3,80	3,92	4,23	4,27	4,26	4,17	3,92	4,17	3,77	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 25.01.2016r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	108,7	108,4	
Wtorek 26.01.2016r.						
10:00	Polska	Roczny PKB (% r/r)	2015	3,3	3,4	3,5
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Grudzień	9,6	9,8	9,7
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Listopad	0,8	0,8	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	6,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumentckiej (pkt.)	Styczeń	96,5	96,8	96,5
Środa 27.01.2016r.						
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	490	483	500
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Styczeń	0,25	0,25	0,25
Czwartek 28.01.2016r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Styczeń	0,40	0,39	
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Styczeń			
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	0,2	0,2	0,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	284	285	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	0,0	-0,3	-0,3
Piątek 29.01.2016r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	5,1	5,2	
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	0,2	0,3	0,4
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	2,0	0,6	0,8
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Styczeń	42,9	45,0	
15:55	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	93,3	92,5	93,0

* 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