

W tym tygodniu

- **W piątek poznamy dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 210 tys. osób w styczniu wobec 292 tys. w grudniu ub. r. przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 5,0%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 195 tys. wobec 257 tys. w grudniu). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w przedsiębiorstwach w USA. Prognozujemy, że indeks ISM w przetwórstwie zwiększył się do 48,4 pkt. w styczniu wobec 48,2 pkt. w grudniu, co będzie spójne ze wzrostem analogicznego wskaźnika PMI. Uważamy, że poprawę odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 55,6 pkt. w styczniu wobec 55,3 pkt. w grudniu. Nasze prognozy są zbliżone do konsensusu, a tym samym publikacje danych z USA nie będą miały naszym zdaniem znaczącego wpływu na rynki finansowe.
- **Dzisiaj poznaliśmy odczyt indeksu Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Jego wartość zwiększyła się w styczniu do 48,4 pkt. wobec 48,2 pkt. w grudniu. Niemniej jednak jest to już 11 miesiąc z rzędu, kiedy wartość indeksu kształtuje się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Nieznaczny wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia składowej dla nowych zamówień i wydłużenia czasu dostaw. Na pogorszenie koniunktury zarówno w chińskim przetwórstwie jak i sektorze usług wskazały natomiast oficjalne indeksy PMI, które zmniejszyły się odpowiednio z 49,7 pkt. w grudniu do 49,4 pkt. w styczniu oraz z 54,4 pkt. w grudniu do 53,5 pkt. w styczniu. Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa odnotował w styczniu taką samą wartość jak średnia z IV kw. (48,4 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB Chinach ustabilizowało się w I kw. na poziomie zbliżonym do tego z IV kw. ub. r. (6,8% r/r), a w całym 2016 r. PKB zwiększy się o 6,5% wobec 6,9% w 2015 r.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, w którym weźmie udział pięciu nowych członków wybranych przez Sejm i Senat (M. Chrzanowski, E. Gatnar, J. Kropiwnicki, G. Ancyparowicz oraz E. Łon).** Naszym zdaniem RPP utrzyma status quo w polityce pieniężnej uzasadniając swoją decyzję znaczącym osłabieniem kursu złotego i wzrostem jego zmienności w ciągu ostatnich tygodni. Drugim argumentem na rzecz stabilizacji stóp procentowych mogą być dobre, w ocenie Rady, perspektywy dla wzrostu gospodarczego sygnalizowane m.in. przez opublikowane w ubiegłym tygodniu, wyższe od oczekiwań rynkowych dane o PKB w 2015 r. Uważamy, że wydzwitek komunikatu i konferencji po posiedzeniu będzie w efekcie mniej gołębi niż przed miesiącem (por. MAKROpuls z 14.01.2016), co będzie oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i spadku cen polskiego długu.
- **Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej.** Biorąc pod uwagę, że do zadań RPP należy działanie na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego, uważamy, że silne osłabienie kursu złotego i wzrost jego zmienności po obniżeniu ratingu przez agencję Standard & Poor's będą dla RPP ważnym argumentem na rzecz nieobniżania stóp procentowych w I kw. br. Taką ocenę wspiera również wysokie prawdopodobieństwo rewizji w górę ścieżki PKB w marcowej projekcji inflacji. Oczekujemy, że stopniowy powrót globalnego apetytu na ryzyko i rozluźnienie polityki pieniężnej przez EBC w marcu br. przyczynią się do umocnienia kursu złotego stwarzającego przestrzeń do jednorazowej obniżki stóp przez RPP o 50 pb w lipcu br. Uważamy, że RPP podejmie taką decyzję w odpowiedzi na wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w I kw., wydłużenie okresu oczekiwanej deflacji oraz niższy od oczekiwań wzrost dochodów budżetowych.
- **Dzisiaj opublikowane zostały styczniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym (PMI) w Polsce.** Wskaźnik PMI spadł w styczniu do 50,9 pkt. z 52,1 pkt. w grudniu ub. r., co było zgodne z naszą prognozą i poniżej konsensusu rynkowego (51,9 pkt.). Naszym zdaniem, istotnym źródłem zmniejszenia tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie było zakończenie realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych z perspektywy 2007-2013 z końcem ub. r. Naszą ocenę wpiera wyraźny spadek składowej dot. bieżącej produkcji (z 53,1 pkt.

w grudniu do 51,0 pkt. w styczniu). Jednocześnie subindeks dotyczący nowych zamówień ogółem odnotował spadek zarówno w grudniu ub. r., jak i styczniu br., przy jednoczesnym zwiększeniu się składowej dotyczącej zamówień zagranicznych. Taka struktura danych wskazuje, że źródłem spowolnienia było zmniejszenie tempa wzrostu popytu krajowego. Styczeniowy odczyt indeksu PMI stanowi wsparcie dla naszej prognozy spadku dynamiki produkcji przemysłowej w styczniu br. (do 2,6% r/r z 6,7% w grudniu), jak również naszej zrewidowanej prognozy dynamiki PKB w I kw. br. 3,2% r/r wobec 3,9% w IV kw. ub. r. Dzisiejsza publikacja jest w naszej ocenie lekko negatywna dla kursu złotego i pozytywna dla cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **PKB w Polsce wzrósł w 2015 r. o 3,6% wobec 3,3% w 2014 r.** Wyższe tempo wzrostu gospodarczego w 2015 r. wynikało ze zwiększenia wkładu eksportu netto (0,2 pp. 2015 r. wobec -1,5 pp. w 2014 r.) oraz konsumpcji prywatnej (1,8 pp. wobec 1,6 pp. w 2014 r.). W kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego oddziaływała natomiast niższa kontrybucja zapasów (-0,3 pp. wobec 0,5 pp.), inwestycji (1,2 pp. wobec 1,8 pp.) oraz wydatków rządowych (0,7 pp. wobec 0,9 pp.). Szacujemy, że w IV kw. ub. r. realne tempo wzrostu PKB ukształtowało się na poziomie 3,9% r/r wobec 3,5% w III kw. (por. MAKROpuls z 26.01.2016). Przyspieszenie wzrostu gospodarczego wynikało ze zwiększenia wkładu wydatków rządowych, inwestycji oraz zapasów. W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast niższe kontrybucje eksportu netto oraz konsumpcji prywatnej. Dane potwierdzają, że w 2015 r. polska gospodarka znajdowała się w fazie silnego ożywienia. W 2016 r. oczekujemy wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego przede wszystkim ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy z ub. r. przyczyniających się do zmniejszenia dynamik eksportu i inwestycji. Ponadto wzrost PKB w Polsce w 2016 r. będzie ograniczany przez znaczący spadek dynamiki inwestycji publicznych (zmniejszone wykorzystanie środków unijnych na początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020). Niemniej jednak, ze względu na znacząco wyższe od oczekiwań tempo wzrostu PKB w IV kw. ub. r. nieznacznie zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę PKB w 2016 r. (2,9% wobec 2,7% przed rewizją).
- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rezerwa Federalna utrzymała 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. Uważamy, że gołębi wydźwięk komunikatu po styczniowym posiedzeniu znajdzie odzwierciedlenie w obniżeniu mediany oczekiwań członków FOMC dotyczących wysokości docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2016 r. z [1,25%; 1,50%] do [1,00%; 1,25%] w marcowej projekcji. Będzie to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym w 2016 r. zakładamy trzy podwyżki (pierwsza w czerwcu) docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o łącznej skali 75 pb.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zgodnie z pierwszym szacunkiem zannualizowane tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszyło się w IV kw. ub. r. do 0,7% wobec 2,0% w III kw. Obniżenie tempa wzrostu gospodarczego wynikało z niższych wkładów inwestycji (0,03 pp. w IV kw. wobec 0,60 pp. w III kw.), konsumpcji (1,46 pp. wobec 2,04 pp.), eksportu netto (-0,47 pp. wobec -0,26 pp.) oraz wydatków rządowych (0,12 pp. wobec 0,32 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa kontrybucja zapasów (-0,45 pp. w IV kw. wobec -0,71 pp. w III kw.). W ubiegłym tygodniu opublikowano również dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w grudniu o 5,1% m/m wobec spadku o 0,5% w listopadzie. Bez uwzględnienia środków transportu, miesięczna dynamika zamówień wyniosła -1,2% wobec -0,5%. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje spadek zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem

zamówień na samoloty (-4,3% m/m w grudniu wobec -1,1% w listopadzie), będących wskaźnikiem wyprzedzającym przyszłych inwestycji. W całym IV kw. roczna dynamika zamówień na dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty zwiększyła się do -3,4% wobec -5,5% w III kw., co sygnalizuje ograniczone ryzyko pogłębienia się spadku dynamiki inwestycji w USA w kolejnych kwartałach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży nowych domów, która zwiększyła się w grudniu do 544 tys. wobec 491 tys. w listopadzie, potwierdzając tym samym kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał indeks Conference Board, który zwiększył się w styczniu do 98,1 pkt. wobec 96,3 pkt. w grudniu. Wzrost wskaźnika wynikał z wyższej wartości jego składowej dla oczekiwań podczas gdy składowa dotycząca oceny bieżącej sytuacji nie zmieniła się w stosunku do grudnia. Na nieznaczne pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał natomiast finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który w styczniu wyniósł 92,0 pkt. wobec 93,3 pkt. we wstępnym szacunku i 92,6 pkt. w grudniu. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy składowa oczekiwań nie zmieniła się w stosunku do grudnia.

- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w styczniu do 0,4% r/r wobec 0,2% w grudniu.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen nośników energii, dóbr przemysłowych oraz usług, które podwyższyły inflację łącznie o 0,2 pp. Dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w strefie euro zwiększy się w I kw. do 0,2% r/r wobec 0,1% w IV kw. ub. r.
- ✔ **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego spadł w styczniu do 107,3 pkt. wobec 108,6 pkt. w grudniu.** Zmniejszenie indeksu wynikało z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w 3 z 4 działów (przetwórstwie, budownictwie oraz handlu detalicznym), natomiast poprawa koniunktury miała miejsce w handlu hurtowym. Prognozujemy, że kwartalna dynamika niemieckiego PKB w I kw. br. nie zmieni się w stosunku do IV kw. 2015 r i wyniesie 0,4%.

Deflacja szybko nie odpuści

Z uwagi na znaczące zmiany w ramach czynników determinujących tempo wzrostu cen Polsce takich jak kształtowanie się cen ropy naftowej oraz żywności, a także perspektywę wprowadzenia podatku od sprzedaży detalicznej w Polsce zrewidowaliśmy nasz scenariusz inflacji.

W ubiegłym tygodniu przedstawiony został projekt podatku od sprzedaży detalicznej. Zgodnie z projektem ustawy podatek od sprzedaży detalicznej będzie podatkiem progresywnym ze stawką 0,7% od przychodu nieprzekraczającego w danym miesiącu kwoty 300 mln zł oraz stawką 1,3% od nadwyżki przychodu ponad 300 mln zł w tym miesiącu. Projekt przewiduje również stawkę 1,9% od przychodów ze sprzedaży detalicznej prowadzonej w soboty, niedziele i inne dni ustawowe wolne od pracy. Kwota wolna od opodatkowania wynosić będzie 1,5 mln zł netto miesięcznie. W przypadku jego wprowadzenia (w prognozie inflacji założyliśmy, że będzie to miało miejsce w kwietniu br.) oczekujemy, że sprzedawcy będą dążyć do utrzymania dotychczasowego poziomu marż. W takiej sytuacji będą mieli do dyspozycji dwa rozwiązania: przerzucić podatek na dostawców wykorzystując swoją pozycję negocjacyjną lub podnieść ceny sprzedawanych produktów. W zależności od rodzajów produktów, branży, wielkości oraz charakteru relacji z dostawcami, w indywidualnych strategiach sprzedawców dominować będzie jedno lub drugie rozwiązanie. W naszej ocenie najbardziej wzrosną ceny produktów charakteryzujących się niską elastycznością cenową popytu (popyt na te produkty jest najmniej wrażliwy na wzrost cen np. dobra pierwszej potrzeby). W przypadku produktów o wysokiej cenowej elastyczności popytu podatek

będzie w większym stopniu przeliczony na dostawców lub uwzględniany w obniżeniu marż. Ponadto oczekujemy, że w przypadku przeliczenia kosztu podatku na konsumenta, podnoszenie cen przez sprzedawców będzie odbywało się stopniowo.

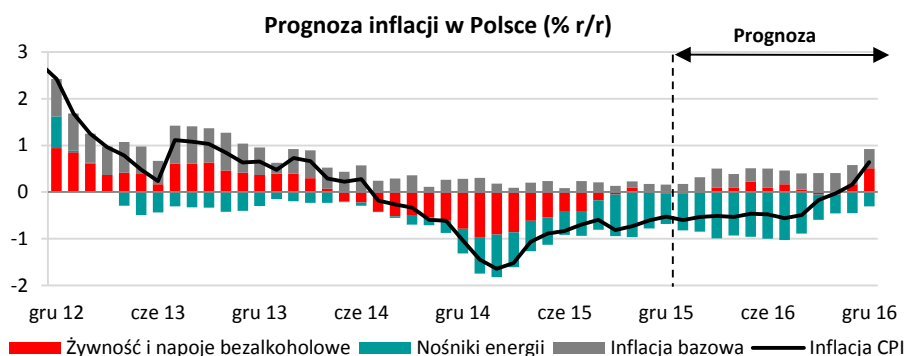
Pomimo wzrostu cen ropy naftowej na światowych rynkach w ciągu ostatnich kilku dni, jej cena kształtuje się nadal wyraźnie poniżej poziomu z analogicznego okresu ub. r. W naszej ocenie prawdopodobieństwo dalszego silnego wzrostu cen ropy naftowej jest niskie z uwagi na utrzymującą się jej znaczącą nadpodaż na światowym rynku. Wynika ona z kontynuacji wzrostu produkcji w USA, istotnego zwiększenia podaży ze strony Iraku (wzrost światowej produkcji ropy o ponad 1%), przy popycie na ropę ograniczanym przez zgromadzone w ubiegłych latach jej rekordowe zapasy. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia nadpodaży ropy naftowej na światowym rynku jest powrót Iranu na rynek po zniesieniu sankcji na początku br. Niemniej jednak w 2016 r. i 2017 r. oczekujemy stopniowego spadku światowych zapasów ropy wynikającego głównie z dostosowania po stronie produkcji, w szczególności niższej dynamiki produkcji ropy z łupków w USA, oddziałującego w kierunku łagodnego wzrostu jej cen. W konsekwencji prognozujemy, że na koniec I kw. cena ropy Brent wyniesie 34 \$/baryłkę, II kw. 37 \$/baryłkę, III kw. 42 \$/baryłkę, IV kw. 45 \$/baryłkę, a na koniec 2017 r. wzrośnie do 60 \$/baryłkę.

Głównymi czynnikami ryzyka w górę dla naszej prognozy jest ewentualne zaostrzenie konfliktu pomiędzy Iranem a Arabią Saudyjską, silniejsze tempo ograniczania produkcji ropy w USA oraz międzynarodowe porozumienie producentów ropy w celu skoordynowanego ograniczenia jej podaży. W ubiegłym tygodniu miała miejsce wypowiedź rosyjskiego ministra energetyki A. Nowaka, zgodnie z którą Rosja jest gotowa współpracować z OPEC i innymi producentami ropy naftowej w celu obniżenia jej produkcji. Uważamy jednak, że ewentualne porozumienie jest mało prawdopodobne z uwagi na konflikt interesów pomiędzy krajami OPEC. Część producentów ropy takich jak Arabia Saudyjska, charakteryzujących się bardzo niskimi progami opłacalności produkcji, chce bowiem osłabić amerykański sektor produkcji ropy z łupków gdzie progi te są wyraźnie wyższe, co wiąże się z koniecznością utrzymywania cen ropy na niskim poziomie przez dłuższy czas. Co więcej, w przypadku ograniczenia produkcji ze strony krajów OPEC i Rosji prowadzącego do wzrostu cen podaży ta szybko mogłaby zostać zastąpiona przez zwiększoną produkcję z USA, co dodatkowo obniża prawdopodobieństwo zawarcia porozumienia i wzrostu cen ropy. Z kolei czynnikami ryzyka w dół dla naszego scenariusza są spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie obniżające globalny popyt na ropę, zakończenie wojny domowej w Libii prowadzące do wzrostu produkcji ropy w tym kraju, a także wyczerpujące się techniczne możliwości magazynowania zapasów ropy w krajach OECD.

Uważamy, że Polsce w kierunku wzrostu cen paliw, poza stopniowym zwiększeniem cen ropy na rynkach światowych, będzie oddziaływało wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem, obecne niskie na tle historycznym ceny paliw dają bowiem przestrzeń stacjom benzynowym do przeniesienia kosztu podatku w całości na konsumenta, który w warunkach obniżających się cen ropy naftowej nie odczuje dodatkowego obciążenia. W świetle zarysowanych powyżej czynników uważamy, że dynamika cen paliw w Polsce w I kw. wyniesie -11,5% r/r, -13,6% r/r w II kw., -14,0% r/r w III kw., -4,7% r/r III kw., a w całym 2017 r. ukształtuje się na poziomie 3,5% r/r wobec -10,4% w 2016 r.

Prognozujemy, że inflacja żywności w pierwszej połowie roku kształtować będzie się nieznacznie powyżej zera. Jej łagodny wzrost wynikać będzie przede wszystkim z oddziaływania efektów niskiej bazy z 2015 r. oraz wzrostu dynamiki cen mięsa. Od kwietnia dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen żywności będzie podatek od sprzedaży detalicznej, który w naszej ocenie w częściowo zostanie przeliczony na konsumentów, szczególnie w przypadku małych sklepów. Wzrost cen będzie najsilniejszy w kategoriach podstawowych produktów spożywczych takich jak pieczywo, nabiał, mięso oraz owoce i warzywa. W okresie od sierpnia do października będzie miał miejsce istotny spadek

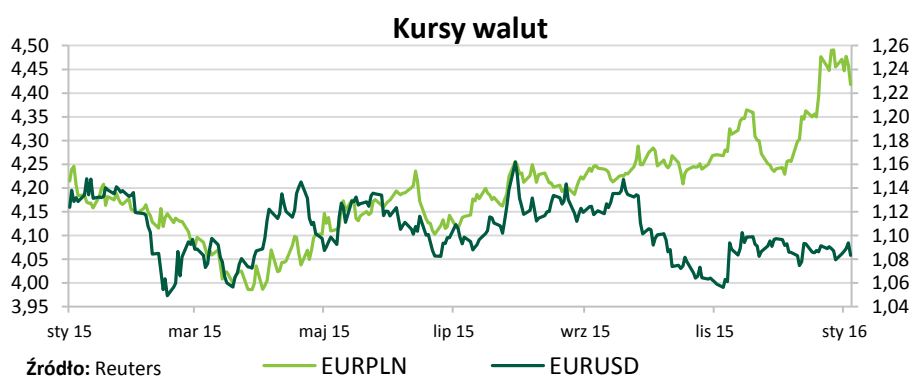
inflacji żywności, która we wrześniu i październiku przejściowo odnotuje ujemną wartość. Będzie to spowodowane efektami wysokiej ubiegłorocznej bazy z uwagi na suszę jaka miała miejsce w Polsce w ub. r. w miesiącach letnich, która doprowadziła do istotnego wzrostu cen warzyw i niektórych gatunków zbóż. W tym samym okresie w przeciwnym kierunku, oddziaływać będą natomiast wyższe ceny owoców. Ich wzrost będzie wynikał w naszej ocenie z ich niższych zbiorów. Wysokie temperatury w grudniu ub. r. doprowadziły bowiem do rozpoczęcia wegetacji niektórych krzewów i drzew, a następnie mrozy w styczniu uszkodziły rozwijające się pąki. W grudniu dojdzie do znaczącego zwiększenia dynamiki cen żywności, wynikającego z wyższego tempa wzrostu cen mięsa oraz produktów mlecznych. W konsekwencji, uważamy, że inflacja żywności w Polsce w I kw. wyniesie 0,1% r/r, 0,6% r/r II kw., 0,4% r/r w III kw., 0,9% r/r w IV kw., a w całym 2017 r. ukształtuje się na poziomie 1,7% r/r wobec 0,5% w 2016 r.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Uważamy, że wzrost inflacji bazowej w 2016 r. będzie pośrednio ograniczany przez bardzo niskie ceny ropy na świecie. Prognozujemy, że ze względu na efekty niskiej bazy z ub. r. inflacja bazowa ukształtuje się na poziomie 0,6% r/r w br. wobec 0,3% w 2015 r. W kierunku zmniejszenia inflacji ogółem oddziaływać będą wprowadzone na początku br. obniżki cen energii elektrycznej oraz gazu. Średnio gospodarstwa domowe będą płacić o ok. 1,5% niższe rachunki za energię elektryczną i o ok. 2-3% niższe rachunki za gaz. Co więcej, kolejne obniżki cen nośników energii w ciągu roku nie są wykluczone. W konsekwencji, biorąc pod uwagę nasz scenariusze kształtowania się cen paliw, innych nośników energii, żywności oraz inflacji bazowej prognozujemy, że inflacja w Polsce w I kw. wyniesie -0,6% r/r, -0,5% r/r w II kw., -0,4% r/r w III kw., 0,3% r/r w IV kw., a w całym 2017 r. ukształtuje się na poziomie 1,2% r/r wobec -0,3% w 2016 r.

Konferencja po posiedzeniu RPP może umocnić złotego



Źródło: Reuters

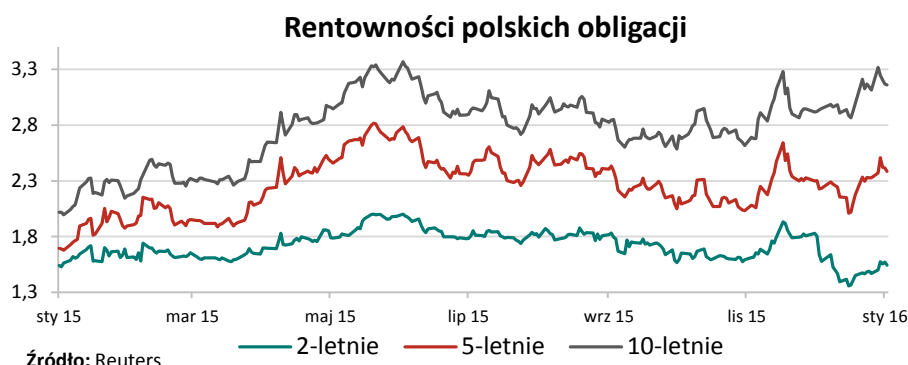
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4180 (umocnienie złotego o 0,8%). Przez cały ubiegły tydzień kurs złotego kształtowany był przez czynniki o charakterze globalnym. Wsparcie dla takiej oceny stanowi jego wysoka współzmiennność z innymi walutami rynków wschodzących. We wtorek miało miejsce silne umocnienie złotego

oraz innych walut rynków wschodzących. Z uwagi na brak ważnych publikacji oraz wydarzeń tego dnia w naszej ocenie aprecjacja ta miała charakter spekulacyjny. W środę złoty tracił na wartości w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC. Jego gołębi wydźwięk doprowadził w czwartek rano do umocnienia polskiej waluty, która pozostała w trendzie aprecjacyjnym do końca tygodnia. Wyższy od oczekiwań wtorkowy odczyt polskiego PKB z 2015 r. nie spotkał się ze znaczącą reakcją rynku.

Opublikowane w nocy wyniki badań koniunktury w Chinach oraz odczyt PMI w polskim przetwórstwie (patrz powyżej) miały ograniczony wpływ na kurs złotego. Istotna dla kształtowania kursu polskiej waluty

może być również konferencja po posiedzeniu RPP. Oczekujemy, że będzie miała ona mniej jastrzębi wydzźwięk jak przed miesiącem i może oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy, podobnie jak pozostałe odczyty z USA (indeksy ISM w przetwórstwie i poza przetwórstwem) będą w naszej ocenie neutralne dla kursu polskiej waluty.

Konferencja po posiedzeniu RPP w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,543 (wzrost o 7pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,384 (wzrost o 6pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,161 (wzrost o 5pb). W ubiegłym tygodniu największy wpływ na rentowności polskich obligacji miała poniedziałkowa wypowiedź agencji ratingowej Moody's, zgodnie z którą

wprowadzenie podatku bankowego negatywnie wpłynie na dochodowość oraz ratingi polskich instytucji kredytowych. W rezultacie na wtorkowym otwarciu doszło do silnego wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości. Wzrost ryzyka kredytowego w Polsce znalazł również odzwierciedlenie w poszerzeniu spreadu pomiędzy rentownościami 5-letnich polskich obligacji i stawką 5-letniej transakcji IRS. W pozostałych dniach mieliśmy do czynienia ze stabilizacją cen polskiego długu. W ubiegłym tygodniu miała również miejsce aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 4- i 10-letnich terminach zapadalności za łącznie 8,1 mld zł przy popycie równym 11,9 mld zł. Aukcja nie miała istotnego wpływu na rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie konferencja po posiedzeniu RPP. Uważamy, że będzie miała ona mniej jastrzębi wydzźwięk od oczekiwań rynkowych, może to oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Sumaryczny wpływ danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem oraz indeksy ISM w przetwórstwie i poza przetwórstwem) na ceny polskiego długu będzie w naszej ocenie ograniczony.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lut 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	1,50
Kurs EURPLN*	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,40
Kurs USDPLN*	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,04
Kurs CHFPLN*	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,04
Inflacja CPI (r/r, %)	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	2,6	2,6
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-0,7	-0,7
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	2,9	2,9
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	3,4	3,4
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	1,6
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3
Saldo ROB (mln EUR)	-228	93	1054	929	928	-963	-1110	-654	-768	-163	620	-34	-34	-34
Eksport (r/r, % EUR)	4,4	10,9	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,6	9,5	9,5	9,5
Import (r/r, % EUR)	-2,1	3,9	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,4	4,2	4,2	4,2

* 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	3,9	3,2	2,9	2,9	2,5	3,6	2,9	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	4,7	4,1	3,7	3,1	3,9	2,8	
Inwestycje (% r/r)	11,5	6,1	4,6	4,8	3,1	3,3	2,8	2,5	6,1	2,8	6,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,4	4,8	3,9	4,1	3,1	4,4	4,3	3,9	5,3	3,9	4,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,8	4,5	3,1	4,8	3,9	5,9	5,1	4,5	4,8	4,9	4,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,8	1,6	1,9	2,8	2,5	1,9	1,8	2,3	1,6
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,1	0,9	1,3	0,4	0,6	0,5	0,7	1,2	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,2	0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	-0,1
Saldo obrotów bieżących***	-1,3	-0,5	-0,5	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-0,1	-1,0	-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	-0,6	-0,5	-0,4	0,3	-0,9	-0,3	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,73	1,72	1,70	1,65	1,20	1,28	1,72	1,28	1,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,50	1,00	1,50	
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 01.02.2016r.						
2:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Styczeń	49,7	49,4	49,6
2:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	48,2	48,1	48,0
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	52,1	50,9	51,9
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	52,1	52,1	52,1
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	52,3	52,3	52,3
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Grudzień	0,3	0,1	0,1
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	52,7	52,7	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	48,2	48,4	48,0
Wtorek 02.02.2016r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-3,2		-2,9
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	10,5		10,5
Środa 03.02.2016r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Luty	1,50	1,50	1,50
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Styczeń	53,6	53,6	53,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Styczeń	53,5	53,5	53,5
11:00	Strefa euro	Sprzedż detaliczna (% m/m)	Grudzień	-0,3		0,3
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Styczeń	257		195
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Styczeń	55,3	55,6	55,1
Czwartek 04.02.2016r.						
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Luty	0,50	0,50	0,50
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	-0,2		-2,6
Piątek 05.02.2016r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	1,5		-0,3
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	5,0	5,0	5,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Styczeń	292	210	190

* 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