

Makro i rynek

raport miesięczny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

13 stycznia 2016

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Urszula Kryńska

Ekonomistka
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Podsumowanie miesiąca

- Miniony rok upłynął pod znakiem dużej zmienności zarówno na rynkach finansowych, jak również w gospodarkach wielu krajów, w tym również w gospodarce polskiej. Po pozytywnej niespodziance w I kwartale ub. roku i wyraźnym przyspieszeniu wzrostu, napędzanego inwestycjami, dynamizm gospodarki wyhamował w połowie roku na fali obaw o kondycję gospodarek rozwijających się, w szczególności gospodarki Chin. Cały rok 2015 należy uznać za udany dla gospodarki, gdyż dynamika PKB wyniosła według naszych szacunków 3,5%, podczas gdy projekcja PKB przygotowana przez ekspertów NBP w listopadzie 2014r. zakładała jego wzrost w 2015r. o 3,0%. W tym roku polska gospodarka ma szanse powtórzyć wynik z roku minionego. Wsparciem dla wzrostu będzie przede wszystkim popyt krajowy, zarówno inwestycyjny, jak i konsumpcyjny. Głównym ryzykiem dla wzrostu w Polsce, a także dla gospodarki globalnej pozostanie niepewność co do sytuacji w chińskiej gospodarce oraz wptyw podwyżek stóp w USA na rynki finansowe. Gospodarka polska powinna pozostać zrównowazona, choć deficyt na rachunku obrotów bieżących i inflacja będą stopniowo wzrastały. Wskaźnik CPI w całym roku pozostawać będzie jednak poniżej celu banku centralnego. Źródłem potencjalnego ryzyka pozostaje sektor finansów publicznych.
- Uwaga rynków jest obecnie skupiona na procesie powoływania nowej RPP. W naszej ocenie nowa Rada Polityki Pieniężnej będzie miała bardziej łagodne nastawienie w stosunku do ustępującej Rady i większą skłonność do wspierania wzrostu gospodarczego, jednak przy obecnym scenariuszu makroekonomicznym przestrzeń do obniżek stóp procentowych jest w naszej ocenie niewielka. Ryzyko cięć istnieje, jednak uważamy, że na początku kadencji nowa RPP dążąc do budowania swojej wiarygodności nie będzie podejmowała decyzji o szybkich obniżkach stóp wbrew scenariuszom makroekonomicznym prezentowanym w projekcji inflacji i PKB przygotowanych przez ekspertów banku centralnego.
- Przygotowana przez nowy rząd autopoprawka budżetu na 2016r. podniosła wydatki o 16,5 mld PLN a deficyt o 100 mln PLN do 54,7 mld PLN. Po nowelizacji utrzymuje się ryzyko przeszacowania dochodów w związku z optymistycznymi założeniami makroekonomicznymi, na które wskazywaliśmy już w poprzedniej, przygotowanej przez PO, wersji ustawy budżetowej. Wydaje się jednak, że sytuacja budżetu jest w miarę komfortowa. Problematyczny będzie natomiast rok 2017r., kiedy bez jednorazowych dochodów (wpłaty za częstotliwości LTE i zysk NBP) rząd będzie musiał sfinansować dodatek na dziecko w pełnej kwocie 22 mld PLN oraz podnieść kwotę wolną od podatku i być może obniżyć wiek emerytalny.
- Mimo, iż cały 2015 rok w notowaniach pary EUR/PLN z amplitudą wahań rzędu 40 groszy można uznać za relatywnie spokojny - w 2011 roku było to niemal 75 groszy - to grudzień charakteryzował się podwyższoną zmiennością. W pierwszej połowie grudnia wartość złotego względem euro spadła do rocznego maksimum na poziomie 4,37 by pod koniec miesiąca wzrosnąć o 15 groszy. O przecenie polskiej waluty zdecydowały czynniki zewnętrzne, w tym rozczarowanie inwestorów decyzją Europejskiego Banku Centralnego o mniej łagodnej od oczekiwań retoryce na grudniowym posiedzeniu. Istotne dla wartości polskiej waluty były ponadto wydarzenia w części krajów emerging markets.

TEMAT MIESIĄCA

Perspektywy polskiej gospodarki na rok 2016.....	2
PRZEGLĄD GOSPODARCZY	6
POLITYKA PIENIĘŻNA	10
POLITYKA FISKALNA	11
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY	13
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH .	14
RYNKI ZAGRANICZNE	16
PRZEGLĄD DANYCH	18
DANE I PROGNOZY	19
KALENDARIUM	20

Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0,25%-0,50%	27-28 sty	0,25%-0,50%
SNB - LIBOR target (przedział i cel)	-1,25 - -0,25% (-0,75%)	19 mar	-1,25 - -0,25% (-0,75%)
ECB - stopa referencyjna	0,05%	22 sty	0,05%
NBP - stopa referencyjna	1,50%	13-14 sty	1,50%

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

TEMAT MIESIĄCA

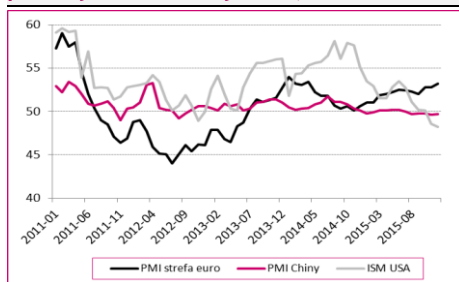
Perspektywy polskiej gospodarki na rok 2016

Początek nowego roku to okres podsumowań oraz tworzenia scenariuszy na przyszłość. W niniejszym raporcie przedstawiamy naszą ocenę perspektyw na najbliższe 12 miesięcy.

Miniony rok upłynął pod znakiem dużej zmienności zarówno na rynkach finansowych, jak również w gospodarkach wielu krajów, w tym również w gospodarce polskiej. Po pozytywnej niespodziance w I kwartale ub. roku i wyraźnym przyspieszeniu wzrostu gospodarczego, napędzanego inwestycjami, dynamizm gospodarki wyhamował nieznacznie w połowie roku na fali obaw o kondycję gospodarek rozwijających się, w szczególności Chin. Rynki finansowe natomiast zdominowane zostały oczekiwaniami na pierwszą od 2006 r. podwyżkę stóp procentowych w USA. Źródłem dodatkowej zmienności na rynkach był czynnik polityczny, związany z wyborami prezydenckimi i parlamentarnymi w Polsce. Warto przy tym zwrócić uwagę, że pomimo osłabienia wzrostu w połowie roku, wynik gospodarki w całym 2015 był wyraźnie lepszy niż oczekiwania z końca roku 2014. Dynamika PKB wyniesie 3,5%, podczas gdy projekcja PKB przygotowana przez ekspertów NBP w listopadzie 2014r. zakładała jego wzrost w 2015r. o 3,0%.

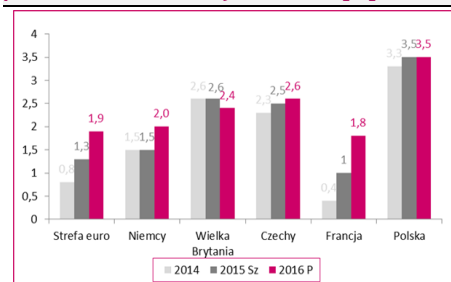
Co istotne, wyższy wzrost gospodarczy w 2015 r. miał zrównoważony charakter. Źródłem poprawy koniunktury gospodarczej była nie tylko odbudowa popytu krajowego, ale także wciąż pozytywna kontrybucja eksportu netto. Wzrostowy trend eksportu utrzymał się przy tym w warunkach stabilizacji tempa wzrostu gospodarczego w Eurolandzie na poziomie ok. 1,6% r/r w roku 2015 oraz pogorszenie perspektyw gospodarek rozwijających się. Prognoza wzrostu gospodarczego dla strefy euro na rok 2016 przygotowana przez Komisję Europejską zakłada tylko nieznaczne przyspieszenie dynamiki PKB do 1,7%. Na stabilizację tempa wzrostu wskazują też wskaźniki koniunktury gospodarczej publikowane w ostatnich miesiącach. Pogorszyły się jednak perspektywy wzrostu globalnego, który według Komisji Europejskiej wyniesie w 2016 r. 4,0% wobec 4,1% prognozowanych poprzednio. W dużym stopniu jest to efekt spowolniającego wzrostu gospodarki Chin, która w tym roku wzrośnie według prognoz MFW o 6,8%, najwolniej od 1990 r. To właśnie obawy o perspektywy Państwa Środka stanowią w tym roku jedno z głównych ryzyk dla globalnego wzrostu gospodarczego.

Wykres 1 Wskaźniki koniunktury w przemyśle dla strefy euro, USA i Chin



Źródło: EcoWin

Wykres 2 Wzrost gospodarczy głównych partnerów handlowych Polski [%]



Źródło: GUS, Bank Millennium

Dynamika PKB w 2015 r. wyniosła według naszych szacunków 3,5%, podczas gdy projekcja PKB przygotowana przez ekspertów NBP w listopadzie 2014r. zakładała jego wzrost w 2015r. o 3,0%.

Obawy o perspektywy gospodarki Chin stanowią jedno z głównych ryzyk dla globalnego wzrostu gospodarczego w tym roku.

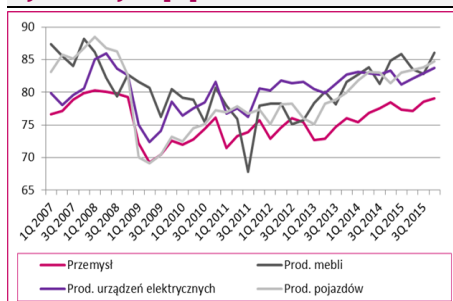
W tym roku polska gospodarka ma szanse utrzymać się na ścieżce przyzwoitego wzrostu gospodarczego

W takim otoczeniu makroekonomicznym polska gospodarka ma szansę utrzymać się na ścieżce przyzwoitego wzrostu gospodarczego. W obraz ten wpisują się publikowane w minionych miesiącach wskaźniki wyprzedzające koniunktury, w tym indeks PMI dla polskiego przemysłu przetwórczego, który w grudniu ub. roku wyniósł 52,1 pkt., wskazując na rozwój sektora. W naszej ocenie wzrost gospodarczy w roku 2016 może być zbliżony do wyniku z roku 2015, kiedy według naszych szacunków dynamika PKB wyniosła 3,5%.

Utrzymanie wzrostowego trendu inwestycji w 2015r. Spadek napływu środków unijnych zmniejszy skalę inwestycji infrastrukturalnych w roku 2016.

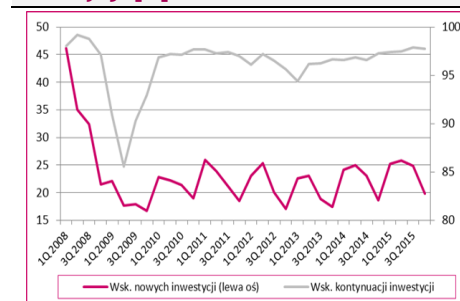
Miniony rok był okresem utrzymania solidnego tempa wzrostu inwestycji, które według naszych szacunków wyniosło 6,0% wobec 9,8% w 2014 r. Zmniejszająca się skala napływu środków unijnych z perspektywy finansowej 2007-2013 wpłynęła na zmniejszenie skali inwestycji infrastrukturalnych w kolejnych kwartalach minionego roku. Solidne wzrosty notowały natomiast inwestycje w maszyny i urządzenia, które w samym Q3 ub.r. wzrosły nominalnie o 11,7% r/r. W tym roku spodziewamy się ustabilizowania dynamiki inwestycji na poziomie zbliżonym do 6%. Ze względu na wygaśnięcie funduszy unijnych z perspektywy 2007-2013, a także wciąż wstępny charakter prac na wnioskami na nową perspektywę finansową 2014-2020, inwestycje infrastrukturalne będą miały niewielki wkład do wzrostu gospodarczego. Wzrostowy trend powinien utrzymać się natomiast w przypadku inwestycji prywatnych, szczególnie w zakresie inwestycji w maszyny i urządzenia, których wyraźne ożywienie nastąpiło już w 2015 roku.

Wykres 3 Wykorzystanie mocy wytwórczych [%]



Źródło: GUS

Wykres 4 Skłonność przedsiębiorstw do inwestycji [%]



Źródło: NBP

Wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, dobre wyniki finansowe i niskie stopy procentowe fundamentalnym wsparciem dla inwestycji prywatnych także w roku 2016

Kontynuacji procesów inwestycyjnych sprzyjać będzie wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, które według szacunków NBP wzrosło w Q3 ub. roku do poziomu najwyższego od połowy 2008r. W części branż przetwórstwa przemysłowego, jak produkcja mebli, produkcja pojazdów samochodowych, wykorzystanie majątku produkcyjnego zbliża się do historycznych maksimum. Przy wciąż rosnącym portfelu zamówień może to stanowić bodziec do podejmowania inwestycji. Szczególnie, że wyniki finansowe firm pozostają dobre. Co prawda po trzech kwartałach ub. roku wynik finansowy netto obniżył się w stosunku do analogicznego okresu roku 2014, jednak był to efekt pogorszenia wyników firm energetycznych. Udział firm wykazujących zysk netto w grupie przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób wzrósł po Q3 2015 do 77,9% z 77,0% rok wcześniej. Na wysokim poziomie utrzymuje się także płynność firm, na co wskazują również rosnące depozyty przedsiębiorstw niefinansowych, które w listopadzie ub.r. były o 24,3 mld PLN wyższe niż rok wcześniej.

Skłonność firm do podejmowania inwestycji pozostaje relatywnie niewielka

Należy jednak zwrócić uwagę, że skłonność firm do podejmowania inwestycji pozostaje relatywnie niewielka, a wysoka dynamika inwestycji w skali całej gospodarki skoncentrowana była w ubiegłym roku w relatywnie niewielkiej grupie firm. Według danych NBP skłonność do zwiększania inwestycji jest niższa niż w ubiegłym roku (37,8% inwestorów zwiększyło nakłady r/r), jednak jest to poziom nieznacznie przekraczający średnią wieloletnią. Na tylko umiarkowany potencjał do wzrostu inwestycji prywatnych wskazuje też opracowany przez NBP wskaźnik nowych inwestycji, który przez większość 2015 r. pozostawał stabilnym, a w 4Q spadł do poziomu najniższego od roku.

Dobre perspektywy konsumpcji prywatnej

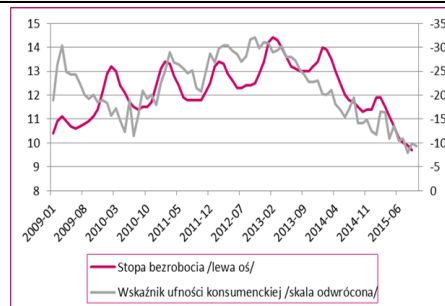
Solidnym wsparciem wzrostu gospodarczego będzie w bieżącym roku konsumpcja prywatna. Jej dynamika przyspieszy w naszej ocenie do 3,8% w roku 2016 z szacowanych 3,1% w 2015r. Nieustannie wsparcie dla spożycia prywatnego stanowić będzie poprawiająca się sytuacja na rynku pracy. Już obecnie stopa bezrobocia rejestrowanego znajduje się na poziomie najniższym od grudnia 2008r. i w roku bieżącym widzimy szanse na jej dalsze spadki, choć w nieco wolniejszym tempie w stosunku do roku minionego. W naszej ocenie na koniec bieżącego roku stopa bezrobocia rejestrowanego obniży się do 9,2% z szacowanych 9,8% na koniec roku 2015. Spadek ryzyka utraty zatrudnienia, w połączeniu z rosnącymi dochodami

Makro i rynek

raport miesięczny

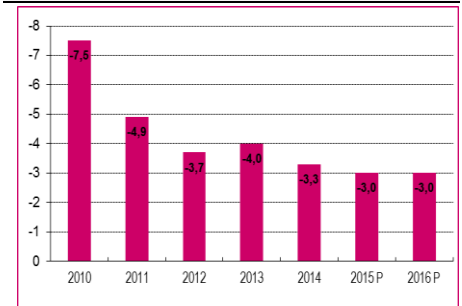
realnymi korzystnie wpływa na nastroje gospodarstw domowych co będzie stanowiło wsparcie dla konsumpcji prywatnej. Dodatkowego impulsu dla wzrostu konsumpcji dostarczy polityka nowego rządu i realizacja programu „Rodzina 500+” w formie wypłat zasiłków wychowawczych na drugie i kolejne dziecko. Budżetowy koszt świadczeń szacowany jest w roku 2016 na ok. 16 mld PLN i biorąc pod uwagę wysoką skłonność do konsumpcji głównych beneficjentów świadczenia, większość z uzyskanych środków zostanie przeznaczona na bieżące wydatki. Czynniki ten uwidoczni się szczególnie w drugiej połowie roku, ponieważ pomysł wprowadzenia dodatków wychowawczych znajduje się obecnie na etapie konsultacji społecznych i ma szansę być wprowadzony w życie w Q2 br. Wypłata zasiłków wychowawczych będzie miała wyraźny wpływ na konsumpcję prywatną, jednak w mniejszym stopniu uwidoczni się w dynamice wzrostu gospodarczego. Będzie to efektem przyspieszenia dynamiki importu i pogłębienia ujemnej kontrybucji eksportu netto do PKB, gdyż część przyrostu konsumpcji dotyczyć będzie importowanych dóbr konsumpcyjnych. Dodatkowo, zwiększona konsumpcja dóbr stymulowana przez wypłatę zasiłków wychowawczych może wpłynąć na redukcję stanu zapasów, co miałyby negatywną kontrybucję do wzrostu PKB. Nie bez znaczenia dla konsumpcji będą też rekordowo niskie stopy procentowe, które w naszej ocenie powinny pozostać na obecnym poziomie, choć istnieje ryzyko, iż nowa Rada Polityki Pieniężnej dodatkowo złagodzi politykę monetarną w tym roku.

Wykres 5 Stopa bezrobocia [%] oraz nastroje konsumentów



Źródło: GUS

Wykres 6 Deficyt sektora finansów publicznych [% PKB]



Źródło: GUS, Bank Millennium

Nowa RPP będzie miała bardziej łagodne nastawienie, jednak nie musi to oznaczać szybkich obniżek stóp procentowych

Wzrost gospodarczy u naszych głównych partnerów handlowych, w połączeniu z wciąż relatywnie słabym złotym, sprzyjać będą utrzymaniu wzrostowego trendu eksportu

W naszej ocenie jednak nowa Rada Polityki Pieniężnej, nawet jeśli będzie miała bardziej łagodne nastawienie i większą skłonność do wspierania wzrostu gospodarczego, to przy obecnym scenariuszu makroekonomicznym przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych jest w naszej ocenie niewielka. Co prawda proces wychodzenia z deflacji wydłuża się, a wzrost wskaźnika CPI będzie następował wolniej, to w głównej mierze będzie to związane z czynnikami podażowymi, na które RPP nie ma wpływu. Towarzyszący temu wzrost gospodarczy, napędzany w większym stopniu przez konsumpcję prywatną, dalszy spadek stopy bezrobocia i nasilenie napięć na rynku pracy, a także słabszy złoty ograniczać będą przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej w postaci cięć stóp procentowych. Ryzyko obniżek istnieje, jednak uważamy, że na początku kadencji nowa RPP dążąc do budowania swojej wiarygodności nie będzie podejmowała decyzji wbrew scenariuszom makroekonomicznym zawartych w projekcji inflacji i PKB przygotowanych przez ekspertów banku centralnego.

Kontynuacja wzrostu gospodarczego u naszych głównych partnerów handlowych, w połączeniu z wciąż relatywnie słabym złotym, sprzyjać będą utrzymaniu wzrostowego trendu eksportu i przyrostowi wolumenu wymiany handlowej. Eksport netto powinien mieć jednak nieznacznie ujemną kontrybucję do wzrostu PKB, ze względu na silniejszą odbudowę importu niż eksportu, napędzanego wyższą popytu krajowego. Nie oczekujemy jednak silnego pogorszenia salda wymiany handlowej i wzrostu nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. W naszej ocenie deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrośnie w tym roku do ok. 1,6% PKB z 0,5% szacowanych w roku 2015, wciąż kształtując się na niskim i bezpiecznym dla gospodarki poziomie.

Makro i rynek

raport miesięczny

Złoty ma nieznaczny potencjał do umocnienia

Uważamy, iż pomimo wielu ryzyk złoty ma szansę umacniać się w relacji do euro w 2016 roku, choć zakres aprecjacji pozostanie niewielki w stosunku do bieżących poziomów. Przejściowo możemy odnotowywać jednak gwałtowne przeceny złotego. Niemniej na koniec 2016 roku spodziewamy się, iż kurs EUR/PLN osiągnie wartość 4,20. Nasza prognoza aprecjacji złotego w 2016 roku opiera się przede wszystkim na założeniu o braku obniżek kosztu pieniądza w Polsce. Utrzymanie dotychczasowego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską, a strefą euro, z możliwością dalszego złagodzenia polityki pieniężnej w EMU, powinno pozytywnie oddziaływać na wartość polskiej waluty. W szczególności, iż wsparcie stanowiąc będą także solidne perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, które powinny kontrastować z sytuacją w strefie euro. Aprecjacja złotego będzie jednak możliwa jedynie w przypadku relatywnie spokojnego otoczenia zewnętrznego. W 2016 roku dostrzegamy natomiast szereg czynników, które w naszej ocenie mogą czasowo zaburzać aprecjacyjną ścieżkę złotego do euro oraz ograniczać potencjał. Z tego powodu uważamy, iż droga do umocnienia polskiej waluty nie będzie polegać na systematycznym i łagodnym spadku kursu EUR/PLN, a będzie nacechowana skokowymi zmianami cen każdorazowo w przypadku wzrostu awersji do ryzyka i następującej po tym zwykle apetytu na bardziej ryzykowne aktywa. Większej zmienności sprzyjać będzie ponadto ograniczanie globalnej nadpłynności będące wynikiem normalizacji polityki pieniężnej w USA. Podsumowując uważamy, iż pomimo wielu ryzyk złoty ma szansę umacniać się w relacji do euro. Należy jednak podkreślić, iż ryzyka dla tej prognozy są poważne i mają swoje umocowanie zarówno w czynnikach zewnętrznych, jak i krajowych.

Polska gospodarka ma szansę powtórzyć wynik z roku minionego

W tym roku polska gospodarka ma szansę powtórzyć wynik z roku minionego, kiedy wzrosła według naszych szacunków o 3,5%. Głównym ryzykiem dla wzrostu w Polsce, a także dla gospodarki globalnej pozostanie niepewność co do sytuacji w chińskiej gospodarce oraz wpływ na rynki finansowe podwyżek stóp w USA. Gospodarka polska powinna pozostać zrównoważona, choć deficyt na rachunku obrotów bieżących, a także inflacja będą stopniowo wzrastały. Wskaźnik CPI w całym roku pozostawać będzie jednak poniżej celu banku centralnego. Źródłem potencjalnego ryzyka pozostaje sektor finansów publicznych, który przy realizacji planów wyborczych w zakresie wsparcia socjalnego, a także zmian w systemie emerytalnym może zanotować istotny wzrost nierównowagi. Ostatnie wypowiedzi ministra finansów P. Szałamachy sugerują jednak, że realizacja programu rządu będzie dostosowywana do możliwości fiskalnych, stąd deficyt sektora finansów publicznych nie będzie gwałtownie rósł. Choć resort finansów deklaruje zamiar utrzymania deficytu poniżej 3% PKB, to ryzyko przekroczenia wartości referencyjnej jest znaczne. Przy kontynuacji wzrostu gospodarczego i powolnym wzroście inflacji nie widzimy miejsca na złagodzenie polityki pieniężnej w tym roku. Nowa RPP nawet jeśli będzie miała bardziej łagodne nastawienie nie powinna obniżać stóp ze względu na dobre fundamenty polskiej gospodarki, a także ryzyko destabilizacji sektora bankowego. Ryzyko poluzowania polityki pieniężnej przez nowe władze monetarne jest jednak znaczne, szczególnie w warunkach inflacji utrzymującej się wyraźnie poniżej celu banku centralnego, jednak chęć zbudowania wiarygodności na początku kadencji będzie ograniczała zapał nowej RPP do nagłych ruchów w polityce pieniężnej.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

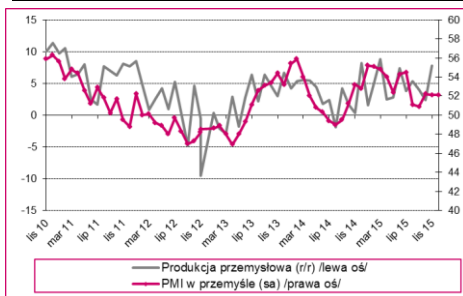
Dane z gospodarki za listopad potwierdziły dobrą koniunkturę w czwartym kwartale minionego roku

Warunki pogodowe oraz poprawa w zakresie budownictwa mieszkaniowego wspierają wyniki branży budowlanej

Listopadowe dane z polskiej gospodarki potwierdziły dobrą koniunkturę w czwartym kwartale minionego roku. Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w listopadzie do 7,8% r/r z 2,4% r/r w październiku, na co częściowo wpływ miał korzystny efekt kalendarzowy i większa liczba dni roboczych w listopadzie tego roku. Niemniej jednak także po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wyniki produkcji były lepsze od oczekiwań a jej roczny wzrost przyspieszył do 5,2% z 4,8% r/r w październiku. Warto przy tym wskazać, że wyniki przemysłu były lepsze od wskazań indeksu PMI, sugerującego stabilizację nastrojów w przetwórstwie przemysłowym. Ożywienie w przemyśle ma szeroki zakres, gdyż aż 30 z 34 gałęzi przemysłu zanotowało wzrost produkcji w stosunku do roku poprzedniego. Odbudowa popytu krajowego sprzyja wzrostom produkcji branży ukierunkowanych na rynek krajowy, natomiast stabilizacja koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych wspiera eksporterów. Przyspieszeniu wzrostu produkcji w listopadzie sprzyjał też wysoki poziom produkcji w dziale produkcji pozostałego sprzętu transportowego (+79,7% r/r), co może wiązać się z jednorazową realizacją dużego kontraktu (prawdopodobnie w produkcji taboru kolejowego). Nie zmienia to oceny dobrej kondycji polskiego przemysłu, na co wskazują też odczyty wskaźników koniunktury. Wskaźnik PMI dla przetwórstwa przemysłowego już od października 2014 r. znajduje się powyżej 50 pkt. wskazując na ekspansję w sektorze. W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania się tego trendu.

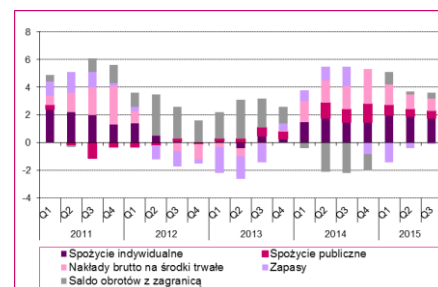
Pozytywnie zaskoczyły też wyniki budownictwa. W listopadzie produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 1,2% r/r wobec spadku o 5,2% r/r w październiku. Wzrost produkcji w stosunku do listopada roku ubiegłego zanotowano w zakresie robót związanych z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+3,5%) oraz wznoszeniem budynków (+0,6%). Spadła natomiast produkcja firm zajmujących się robotami budowlanymi specjalistycznymi (+2,2%). Dane z rynku nieruchomości obejmujące liczbę wydanych pozwoleń na budowę mieszkań, a także liczbę rozpoczętych budów mieszkań pozwalają oczekiwać utrzymania wzrostowej tendencji budownictwa mieszkaniowego w najbliższych miesiącach. W grudniu wynikiem branży budowlanej sprzyjały dodatkowo korzystne warunki pogodowe.

Wykres 7 Produkcja przemysłowa [% r/r] oraz indeks PMI [pkt.]



Źródło: GUS, Reuters

Wykres 8 Dekompozycja wzrostu gospodarczego w Polsce [% r/r]



Źródło: GUS

Wyraźne odbicie sprzedaży detalicznej w listopadzie

Pozytywne trendy w zakresie popytu konsumpcyjnego potwierdziły dane o sprzedaży detalicznej, która w listopadzie wzrosła o 3,3% r/r w ujęciu nominalnym (po wzroście o 0,8% r/r w październiku) i aż o 5,7% r/r w ujęciu realnym. Wzrost sprzedaży w ujęciu realnym objął wszystkie kategorie przedsiębiorstw handlowych, z wyłączeniem sprzedaży żywności oraz kategorii pozostałe. Solidne wzrosty sprzedaży odnotowano w kategoriach powiązanych z czynnikami dochodowymi, co sugeruje fundamentalne podstawy wzrostu konsumpcji, wspieranej przez dobrą sytuację na rynku pracy i poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Według naszych szacunków bazyowej sprzedaży detalicznej, sprzedaż detaliczna po wyłączeniu najbardziej zmiennych pozycji paliw i żywności wzrosła w listopadzie realnie o ok. 9% po wzroście o ok. 4% w październiku. Dane firmy Samar dotyczące rejestracji nowych aut w grudniu ub. roku (+25,5% r/r) sugeruje dobry wynik sprzedaży detalicznej także w grudniu.

Bilans płatniczy wykazał w październiku deficyt w kwocie 113 mln EUR wobec deficytu 768 mln EUR we wrześniu. Złożyło się na to solidne dodatnie saldo obrotów towarowych w kwocie 484 mln EUR, dodatnie saldo usług równe 727 mln EUR oraz deficyty na rachunku dochodów pierwotnych (1241 mln EUR) oraz wtórnych (82 mln

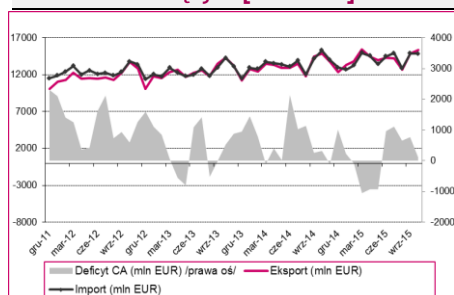
Od kilku kwartałów Polska nie wykazuje żadnych oznak narastania nierównowag w wymianie zewnętrznej, co więcej sytuacja w tym zakresie ulega systematycznej poprawie

Sytuacja na rynku pracy jest obecnie najlepsza od grudnia 2008r. i nadal ulega systematycznej poprawie (po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym)

EUR). Wyrażony w euro eksport towarów wzrósł o 3,0% r/r, podobnie jak przed miesiącem. Import towarów spadł natomiast nieoczekiwanie o 2,8% r/r po wzroście o 5,2% r/r miesiąc wcześniej. To właśnie spadek importu oraz mniejszy niż przed miesiącem deficyt na rachunku dochodów pierwotnych był przyczyną niższego niż przed miesiącem odczytu deficytu w październiku.

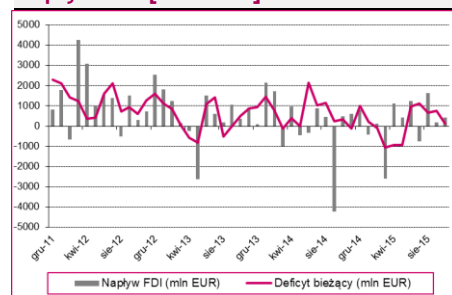
Od kilku kwartałów Polska nie wykazuje oznak narastania nierównowag w wymianie zewnętrznej. Co więcej sytuacja w tym zakresie ulega systematycznej poprawie. Po Q3 ub. roku deficyt na rachunku obrotów bieżących w ujęciu płynnego roku stanowił zaledwie 0,5% PKB, podobnie jak po pierwszym półroczu i wobec 2,0% PKB w 2014r. Niewielki deficyt jest z nawiązką pokrywany przez napływ stabilnego kapitału, a łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego było po Q3 dodatnie równe 1,7% PKB.

Wykres 9 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]



Źródło: NBP

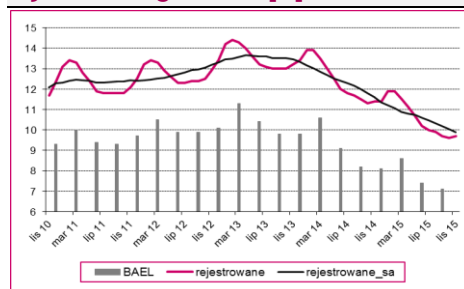
Wykres 10 Saldo rachunku bieżącego i napływ FDI [mln EUR]



Źródło: NBP

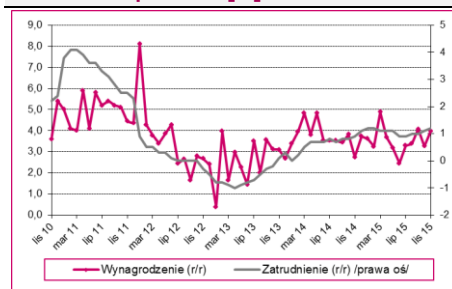
Stopa bezrobocia rejestrowanego nie wzrosła w listopadzie 2015r. w stosunku do poprzedniego miesiąca i wyniosła 9,6%, pomimo, że koniec roku jest z reguły okresem wyższej bezrobocia w wyniku zakończenia prac sezonowych w rolnictwie, budownictwie i usługach. Bezrobocie było najniższe od grudnia 2008r. i szacujemy, podobnie jak MRPiPS, że w grudniu 2015r. wyniosło ono 9,8%. Od kilku miesięcy utrzymuje się spadek w ujęciu rok do roku liczby bezrobotnych nowo zarejestrowanych (w listopadzie o 4,0% r/r), przy jednoczesnym spadku liczby wyrejestrowań (-3,6% r/r), co sugeruje niski ruch na rynku pracy. Warto jednak podkreślić, że w listopadzie liczba wyrejestrowań z tytułu podjęcia pracy wzrosła o 4,3% r/r po trzech miesiącach spadku. Miesięczne dane z rynku pracy sugerują, że pracodawcy mają problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników. W listopadzie liczba ofert pracy zgłoszona w urzędach była o 27,9% wyższa niż przed rokiem. Liczba ofert, które pozostały niewykorzystane pod koniec miesiąca stanowiła 88% zgłoszonych w ciągu miesiąca a tak wysoka relacja utrzymuje się od połowy 2014r. Liczba bezrobotnych przypadających na jedną ofertę pracy wyniosła 17 i była wyższa niż historyczne minimum na poziomie 12 odnotowane we wrześniu, jednak po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym relacja ta nadal spadała, co oznacza narastające napięcia na rynku pracy, które oznaczają problemy z rekrutacją pracowników.

Wykres 11 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: GUS, obliczenia własne

Wykres 12 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przeds. [%]



Źródło: GUS

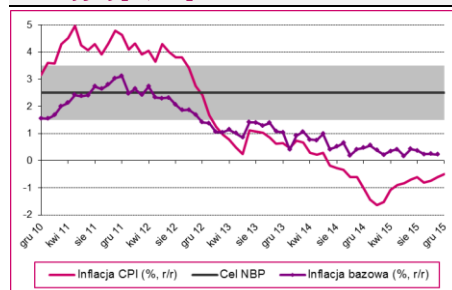
W 2008r., kiedy napięcia na rynku pracy były na zbliżonym poziomie, płace w sektorze przedsiębiorstw rosły w tempie dwucyfrowym. Obecnie tempo płac jest raczej niemrawe. W listopadzie przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło nominalnie o 4,0% r/r po wzroście o 3,3% r/r w październiku. Zatrudnienie w

przedsiębiorstwach zwiększyło się w listopadzie o 1,2% r/r wobec wzrostu o 1,1% r/r w październiku. W 2008r. wzrostowi napięć na rynku pracy towarzyszyła wysoka inflacja, znacznie szybszy wzrost gospodarczy i intensywna emigracja zarobkowa. Obecnie deflacja wspiera siłę nabywczą wynagrodzeń, a zmiany strukturalne w gospodarce, głównie spadek zatrudnienia w wysokopłatnym górnictwie i wzrost w usługach, ograniczają przyrosty średniego wynagrodzenia.

Już w ubiegłym miesiącu podawaliśmy w raporcie, że stopa bezrobocia wg BAEL spadła w Q3 do 7,1% 7,4% i była najniższa od Q4 2008r. Kwartalny raport o rynku pracy, publikowany przez NBP analizuje dane GUS bardzo szczegółowo. W Q3 wzrost liczby pracujących utrzymał się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (1,1% r/r, wobec 1,2% r/r w Q2), głównie dzięki dynamicznemu wzrostowi liczby pracujących w rolnictwie. W raporcie podano, że wzrost zatrudnienia jest kontynuowany w usługach, w przemyśle natomiast nastąpiło pewne wyhamowanie. Niemal cały wzrost zatrudnienia dotyczył umów na czas nieokreślony. Analiza przepływów na rynku pracy wskazuje, że za wzrost liczby pracujących odpowiadał przede wszystkim wzrost prawdopodobieństwa znalezienia pracy, co świadczy o trwałości obserwowanych zjawisk.

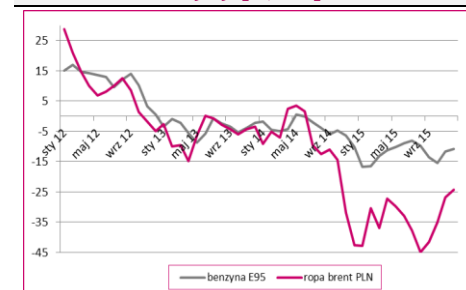
Deflacja ustępuje, jednak w powolnym tempie. W listopadzie ub. r. wskaźnik CPI wzrósł nieznacznie do -0,6% r/r z -0,7% r/r w październiku. W skali miesiąca ceny konsumpcyjne obniżyły się natomiast o 0,1%. Wolniejsze od oczekiwań wygaszanie deflacji to wciąż w dużej mierze efekt czynników podażowych. W listopadzie nastąpił spadek cen żywności i napojów bezalkoholowych o 0,3% m/m, co nie jest typowym zjawiskiem dla tego miesiąca. W skali roku ich spadek wyhamował do 0,1% z 0,4% miesiąc wcześniej. Spadły też ceny m.in. w kategorii łączność, rekreacja i kultura, odzież i obuwie co spowodowało obniżenie się inflacji bazowej, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, do 0,2% r/r z 0,3% r/r miesiąc wcześniej. Presja cenowej w polskiej gospodarce wciąż nie ma.

Wykres 13 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny [% r/r]



Źródło: GUS, NBP

Wykres 14 Ceny ropy Brent w PLN i ceny detaliczne benzyny [% r/r]



Źródło: Datastream

Powolne ustępowanie deflacji, głównie przez czynniki podażowe

Po nieznacznejwyżce w listopadzie, ceny paliw powróciły do trendu spadkowego

Wygaszanie deflacji w sektorze przemysłu, pogłębione przez efekt bazy statystycznej

W listopadzie ceny paliw do prywatnych środków transportu wzrosły o 1,0% m/m, po raz pierwszy od lipca. Wciąż jednak były znacznie niższe niż przed rokiem, choć ich zniżka wyhamowała do 12,8% z 16,4% w październiku. Najbliższe miesiące przyniosły jednak wyraźne spadki cen paliw, w ślad za zniżkami cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych, która w grudniu ub. roku potaniała o 15%, a w styczniu zniżkowała o kolejne 9%, osiągając w ujęciu dolarowym najniższy poziom od kwietnia 2004r. Ze względu na osłabienie złotego do dolara amerykańskiego zniżka cen czarnego złota w ujęciu złotowym jest mniejsza, choć już teraz poziom jej cen jest najniższy od początku 2009r. W samym grudniu ceny paliw na polskich stacjach spadły o nieco ponad 3%, choć ze względu na efekt bazy ich roczny spadek wyhamował do 11%. To właśnie ceny paliw były w dużej mierze odpowiedzialne za nieco wolniejsze wyhamowanie deflacji także w grudniu. Według szacunku flash wskaźnik CPI wyniósł w poprzednim miesiącu -0,5% r/r, podczas gdy rynkowy konsensus kształtował się na poziomie -0,4% r/r.

W sektorze przemysłowym listopad przyniósł utrzymanie się deflacji, choć ze względu na efekt bazy statystycznej spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu wyhamował do 1,8% r/r po spadku o 2,3% r/r miesiąc wcześniej. W dalszym ciągu utrzymywanie się deflacji jest konsekwencją niskich cen surowców oraz dużej konkurencji na rynkach zbytu.

Makro i rynek

raport miesięczny

Spodziewany się wzrostu wskaźnika CPI w 2016 r., jednak jego poziom wciąż będzie znajdował się znacznie poniżej celu banku centralnego

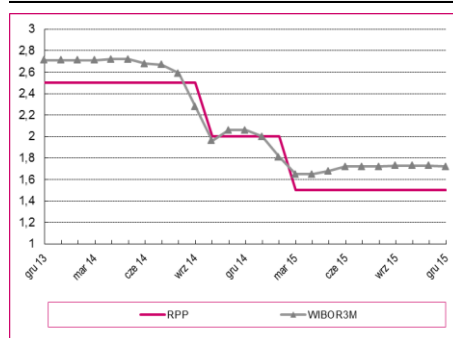
W kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego wzrostu wskaźnika CPI. Dodatnia inflacja powróci do polskiej gospodarki dopiero w pierwszym kwartale tego roku, a przebieg ścieżki inflacji w najbliższych miesiącach znajdować się będzie pod silnym wpływem cen paliw. Presja inflacyjna w gospodarce będzie niska, a wskaźnik CPI przez cały rok będzie znajdował się poniżej celu banku centralnego. W całym roku średnia inflacja nie przekroczy 1,0% i w naszej ocenie wyniesie 0,8%.

POLITYKA PIENIĘŻNA

Obecna RPP podsumowuje swoją kadencję

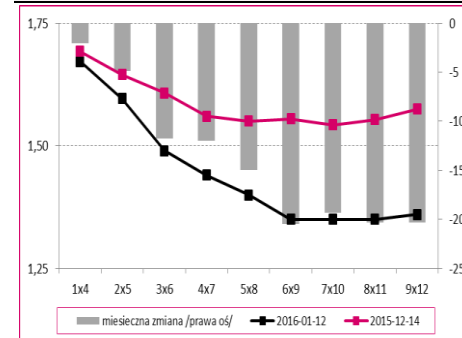
W styczniu Rada Polityki Pieniężnej spotyka się na ostatnim posiedzeniu w jej obecnym składzie. Z tego też powodu komunikat, a także przebieg konferencji nie wpłynie na rynkowe oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej. Na specjalnej konferencji w połowie grudnia ub. roku RPP podsumowała natomiast działalność w latach 2010-2015. Rada zwróciła uwagę, że w okresie tym polityka pieniężna prowadzona była w warunkach znacznych zmian cen surowców, na które Rada reagowała elastycznie, uwzględniając w decyzjach ich wpływ na ryzyko trwałego „odkrotwienia” oczekiwań inflacyjnych, szczególnie przy rosnących cenach surowców w latach 2011-2012. Natomiast w latach 2014-2015 silne spadki cen surowców doprowadziły do gwałtownego obniżenia się inflacji na świecie, a w Polsce do pojawienia się deflacji. Krajowa polityka pieniężna pozostawała też pod wpływem trwale niższego tempo wzrostu PKB, silnie ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych i związanym z nią napływem kapitału do gospodarek wschodzących. Biorąc pod uwagę, iż RPP działa w oparciu o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego to znaczne odchylenie aktualnej inflacji od celu może stanowić potencjalne źródło krytyki banku centralnego, jednak należy pamiętać o zewnętrznym charakterze szoków, które wpływały na procesy cenowe w polskiej gospodarce, na które bank centralny nie miał wpływu. Jedną z bardziej kontrowersyjnych decyzji obecnej RPP jest decyzja z maja 2012 r., kiedy polityka pieniężna została zacieśniona pomimo sygnałów hamowania gospodarki. Po zaledwie 6-ciu miesiącach RPP powróciła do obniżek oprocentowania. W tym kontekście zakres podwyżek w trakcie ostatniego cyklu zacieśniania był prawdopodobnie zbyt duży. Oceniając kadencję obecnej Rady warto zwrócić uwagę na jej komunikację z rynkami, która okresowo nie była idealna, szczególnie na początku kadencji RPP. Pewną wadą był nadmiar komentarzy członków Rady, które nie zawsze tworzyły spójny obraz perspektyw polityki pieniężnej. Biorąc jednak pod uwagę całą kadencję wydaje się, że obecna Rada nie odbiegała istotnie od poprzedniczek. Całościowa ocena obecnej RPP wydaje się pozytywna. Rada pozostawia gospodarkę na ścieżce umiarkowanego wzrostu, gospodarkę zrównoważoną, bez wyraźnych nierównowag na gruncie makroekonomicznym.

Wykres 15 Stopa referencyjna i stawka WIBOR3M [% , r/r]



Źródło: NBP

Wykres 16 Notowania kontraktów FRA i ich zmiana miesięczna [bps]



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Rynek czeka na nową RPP

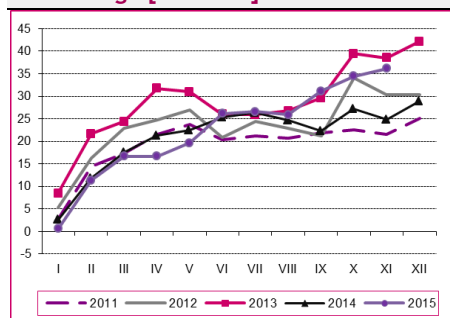
Obecnie uwaga rynków skupiona jest na procesie powoływania nowej RPP. Po wyborach parlamentarnych rynki zaczęły dyskontować powrót RPP do obniżek stóp procentowych, bazując na wypowiedziach polityków zwycięskiej partii w wyborach parlamentarnych, którzy deklarowali, że członkowie nowej RPP będą dobierani według kryterium ich skłonności do luzowania polityki pieniężnej. Sami jednocześnie dostrzegali przestrzeń do obniżek stóp procentowych. W grudniu jednak wypowiedzi części potencjalnych kandydatów do RPP, w tym m.in. prof. G. Ancyparowicz, w swoich komentarzach wyrażali bardziej stonowane stanowisko, chłodząc oczekiwania na szybkie cięcia stóp. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla polityki pieniężnej w tym roku jest stabilizacja stóp procentowych.

POLITYKA FISKALNA

Pod koniec grudnia prezydent Andrzej Duda podpisał nowelizację ustawy budżetowej na 2015r.

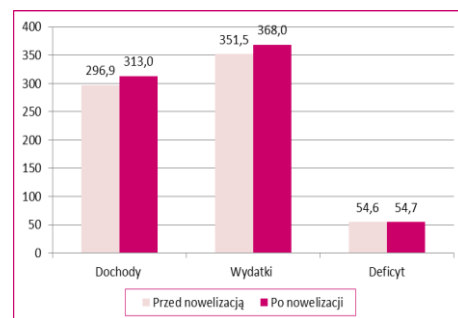
Pod koniec grudnia 2015r. prezydent A. Duda podpisał nowelizację ustawy budżetowej na 2015r. Uchwalona w ekspresowym tempie nowela podniosła maksymalny poziom deficytu za ubiegły rok o 3,9 mld PLN do 49,98 mld PLN. Ponadto, nowelizacja zakłada zmniejszenie łącznej kwoty podatkowych i niepodatkowych dochodów budżetu państwa o 10,5 mld PLN do 286,7 mld PLN oraz zmniejszenie łącznej kwoty wydatków budżetu państwa o 6,6 mld PLN do 336,7 mld PLN. Jak wspominaliśmy w komentarzu w ubiegłym miesiącu uzasadnieniem nowelizacji były niższe od planowanych wpływy z tytułu podatku VAT i założono ich ubytek o 3,5% w stosunku do harmonogramu, jednak po listopadzie wykonanie było tylko o 2,0% niższe od planu, a pod koniec roku luka w przychodach z VAT się zmniejszała. W naszej ocenie główną przyczyną nowelizacji jest chęć pokazania trudnej sytuacji budżetowej pozostawionej przez poprzedni rząd oraz przesunięcie deficytu z br. na ubiegły, głównie w związku z faktem, że płatność za częstotliwości LTE wpłynę do budżetu dopiero w 2016r. 9,2 mld PLN z tego tytułu, w połączeniu z wyższą niż założono wpłatą z zysku NBP, która wyniesie ok. 8 mld PLN, w zasadzie sfinansuje program 500 PLN na dziecko, którego koszty w br. szacuje się na ok.16 mld PLN. Innymi nowymi źródłami dochodów budżetowych w tym roku będą podatki sektorowe. Prace nad podatkiem bankowym powinny zostać zakończone na bieżącym posiedzeniu Sejmu. Ustawa o podatku od niektórych instytucji finansowych przewiduje, że od lutego 2016r. m.in. banki, firmy ubezpieczeniowe, SKOK-i i firmy pożyczkowe będą obłożone podatkiem bankowym, wynoszącym rocznie 0,44% wartości ich aktywów. W przypadku banków oraz SKOK-ów wartość aktywów wolnych od podatku wynosi 4 mld PLN, dla ubezpieczycieli jest to 2 mld PLN, a dla firm pożyczkowych 200 mln PLN. Zwolniony z podatku został BGK. Podatek od handlu detalicznego będzie najprawdopodobniej podatkiem progresywnym od obrotów, bez kryterium powierzchni, z zapisaną kwotą wolną. Powinien wejść w życie w 2Q br. Ostateczne decyzje co do wielkości stawek i liczby progów będą jeszcze przedmiotem analiz, a stawka podatku może się wahać od 0,5% dla mniejszych sklepów do 2%.

Wykres 17 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 18 Budżet na 2016r. [mld PLN]



Źródło: MinFin

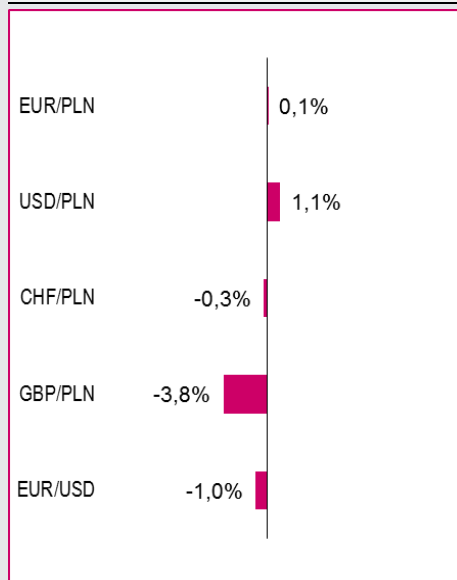
Sytuacja budżetu w 2016r. będzie w miarę komfortowa, problemem jest rok 2017

Przygotowana przez nowy rząd autopoprawka budżetu na 2016r. podnosi wydatki o 16,5 mld PLN a deficyt o 100 mln PLN do poziomu 54,7 mld PLN. Deficyt sektora finansów publicznych ma więc, podobnie jak założył poprzedni rząd, wynieść 2,8% PKB. W nowelizacji rząd utrzymał podstawowe założenia makroekonomiczne: wzrost PKB ma wynieść 3,8%, inflacja średnioroczna 1,7%. Założenie dotyczące PKB jest optymistyczne (nasza prognoza wynosi 3,5%), jednak nie niemożliwe do spełnienia. Niezwykle mało prawdopodobna wydaje się natomiast inflacja na poziomie 1,7%, nasza prognoza zakłada że wyniesie ona 0,8%. Utrzymuje się więc ryzyko przeszacowania dochodów w związku z błędnymi założeniami makroekonomicznymi, na które wskazywaliśmy już w poprzedniej, przygotowanej przez PO, wersji ustawy budżetowej. Wydaje się jednak, że sytuacja budżetu jest w miarę komfortowa, gdyż do wspomnianych wyżej jednorazowych przychodów dojdą jeszcze wpływy z podatków sektorowych szacowane na 6-6,5 mld PLN. Problematyczny będzie natomiast rok 2017r. W roku tym, bez jednorazowych niespodzianek dochodowych, rząd będzie musiał sfinansować dodatek na dziecko w czterorocznej kwocie 22 mld PLN oraz podnieść kwotę wolną od podatku, do czego zobowiązuje wyrok Trybunału Konstytucyjnego. Dodatkowo, rząd planuje powrót do wcześniejszego wieku emerytalnego. Obecnie nie widzimy możliwości sfinansowania tych propozycji bez zwiększenia deficytu. Zapowiadane przez rząd

poprawienie ściągальności podatku VAT, nie daje gwarancji uzyskania wystarczających wpływów. Wydaje się, że obecnie Ministerstwo Finansów ma nieco mniej radykalne podejście w tej kwestii i nie planuje napisania nowej ustawy o VAT. Minister Paweł Szałamacha przyznał, że wprowadzanie „ustawy dla ustawy” byłoby działaniem rytualnym, a rządowi zależy na wyeliminowaniu patologii w tym podatku. W naszej ocenie mało prawdopodobne jest też obniżenie stawek VAT w 2017r.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 19 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

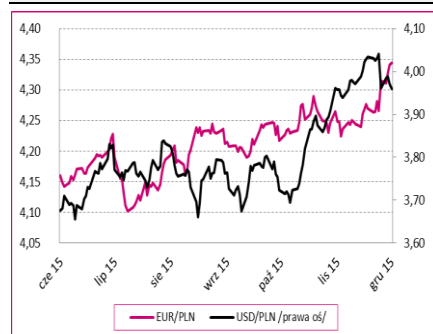


Źródło: Reuters

Mimo, iż cały 2015 rok w notowaniach pary EUR/PLN z amplitudą wahań rzędu 40 groszy można uznać za relatywnie spokojny - w niespokojnym 2011 roku było to niemal 75 groszy - to grudzień charakteryzował się podwyższoną zmiennością. W pierwszej połowie grudnia wartość złotego względem euro osiągnęła roczne maksimum na poziomie 4,37 by pod koniec miesiąca wzrosnąć o 15 groszy. O przecenie polskiej waluty zadecydowały czynniki zewnętrzne, w tym rozczarowanie inwestorów mniej łagodną od oczekiwań retoryką posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Istotne dla wartości polskiej waluty były ponadto wydarzenia w części krajów emerging markets. Sytuacja w RPA, Brazylii, czy Rumunii mimo, iż bezpośrednio nie związana z wyceną złotego za sprawą transakcji „koszykowych” negatywnie oddziaływała na wartość także polskiej waluty. Turbulencje wśród bardziej ryzykownych aktywów i historyczne minimum wartości południowoafrykańskiego randa wywołała dymisja ministra finansów RPA. Przecenę na rynkach finansowych nasiliły problemy Brazylii. Agencja Fitch obniżyła rating obligacji tego kraju do poziomu śmieciowego w reakcji na słabe wyniki gospodarcze, sytuację finansów publicznych i zawirowania polityczne. Z kolei deflacja w Rumunii skutkowałą nasileniem osłabienia rumuńskiego leja, a część inwestorów wycofywała kapitał w obawie, iż bank centralny może interweniować na tamtejszym rynku walutowym.

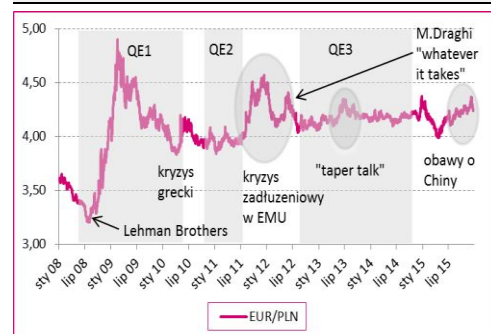
Mimo, iż na rynkach wschodzących druga połowa grudnia nadal była okresem przeceny, to kurs EUR/PLN zawrócił ze wspomnianego wcześniej poziomu 4,37 i pod koniec minionego miesiąca zniżkował do 4,22. Aprecjacja złotego miała źródło w coraz bardziej wątpliwym, w ocenie inwestorów, powrocie nowej Rady Polityki Pieniężnej do obniżek stóp procentowych w 2016 roku. W ocenie części kandydatów do RPP nie ma obecnie potrzeby łagodzenia polityki pieniężnej, podczas gdy pod koniec 2015 roku przedstawiciel Prawa i Sprawiedliwości uzależniał dobór kandydatów do Rady od gołębiego nastawienia potencjalnych kandydatów.

Wykres 20 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Reuters

Wykres 21 Notowania kursu EUR/PLN z zaznaczeniem ważnych wydarzeń



Źródło: Reuters

Aprecjacja złotego będzie możliwa jedynie w przypadku relatywnie spokojnego otoczenia zewnętrznego

Nasza prognoza kursu złotego na 2016 roku niezmiennie zakłada powrót siły polskiej waluty względem euro, choć w łagodnym wymiarze. Opieramy ją przede wszystkim na założeniu braku obniżek kosztu pieniądza w Polsce. Utrzymanie dotychczasowego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską, a strefą euro, z możliwością dalszego złagodzenia polityki pieniężnej w EMU, powinno pozytywnie oddziaływać na wartość złotego. W szczególności, iż wsparcie stanowić będą także perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, co jeszcze bardziej kontrastować będzie z sytuacją w strefie euro. Uważamy ponadto, iż prawdopodobnie wolniejszy w stosunku do oczekiwań proces normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych może stanowić wsparcie dla wartości bardziej ryzykownych aktywów. W naszej ocenie zakładany przez rynki wzrost stóp procentowych w USA w 2016 roku w wymiarze 100 bps może nie zostać zrealizowany, co powinno umiarkowanie wesprzeć beneficjentów łagodnego podejścia Fed, w tym polską walutę. Aprecjacja złotego będzie jednak możliwa jedynie w przypadku relatywnie spokojnego otoczenia zewnętrznego. W 2016 roku dostrzegamy natomiast szereg czynników, które w naszej ocenie mogą czasowo

Najpoważniejszym czynnikiem ryzyka dla walut rynków wschodzących pozostaje obawa o sytuację w chińskiej gospodarce

W skrajnie negatywnym scenariuszu nie wykluczamy przeceny złotego nawet do poziomu 4,80 PLN za EUR

Podsumowując uważamy, iż pomimo wielu ryzyk złoty ma szansę umacniać się w relacji do euro

Miniony rok to okres relatywnie niewielkich zmian rentowności polskiego długu

zaburzać aprecjacyjną ścieżkę złotego do euro oraz ograniczać potencjał. Z tego powodu uważamy, iż droga do umocnienia polskiej waluty nie będzie polegać na systematycznym i łagodnym spadku kursu EUR/PLN, a będzie nacechowana skokowymi zmianami cen każdorazowo w przypadku wzrostu awersji do ryzyka i następującej po tym wyższe apetytu na bardziej ryzykowne aktywa. Większej zmienności sprzyjać będzie ponadto ograniczanie globalnej nadpłynności będące wynikiem normalizacji polityki pieniężnej w USA.

Obecnie najpoważniejszym czynnikiem ryzyka dla złotego i pozostałych walut rynków wschodzących pozostaje obawa o sytuację w chińskiej gospodarce i przełożenie pogorszenia koniunktury w Państwie Środka na globalne nastroje. Nie bez znaczenia dla apetytu na ryzyko będzie także rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie, po tym jak początek roku przyniósł eskalację konfliktu na linii Arabia Saudyjska - Iran. Osobną kwestią pozostaje także ryzyko polityczne związane z nowym rządem w Polsce. Jednym z problemów złotego w tym roku może okazać się sytuacja fiskalna kraju w związku z koniecznością realizacji niektórych kosztownych reform gospodarczych. Przychylności agencji ratingowych nie wywołają ponadto dotychczasowe zmiany między innymi systemu prawnego w Polsce nawiązujące do kontrowersyjnych działań węgierskiego rządu premiera V.Orbana. Groźba pogorszenia perspektywy ratingu Polski jest realna, aczkolwiek nie jest przesądzona.

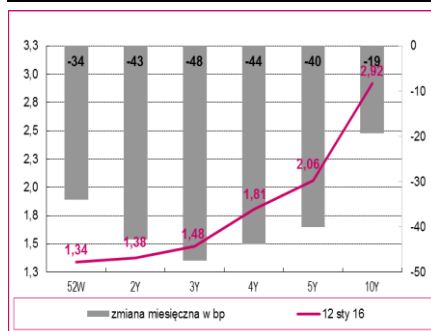
Tarczą chroniącą złotego przed poważniejszym osłabieniem pozostaje wspomniana wcześniej prawdopodobna stabilizacja stóp procentowych w Polsce. W przypadku, gdyby Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała jednak o cięciu kosztu pieniądza w wymiarze 50 bps i wystąpienia kumulacji kilku ze wskazywanych powyżej czynników ryzyka należałoby się liczyć z poważnym i trwałym osłabieniem złotego, sięgającym w skrajnym przypadku nawet poziomu 4,80 PLN za EUR.

Podsumowując uważamy, iż pomimo wielu ryzyk złoty ma szansę umacniać się w relacji do euro, choć zakres aprecjacji pozostanie niewielki w stosunku do bieżących poziomów. Przejściowo możemy odnotowywać natomiast gwałtowne przeceny złotego. Na koniec 2016 roku szacujemy, iż kurs EUR/PLN osiągnie wartość 4,20. Należy jednak podkreślić, iż ryzyka dla tej prognozy są poważne i mają swoje umocowanie zarówno w czynnikach zewnętrznych, jak i krajowych.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

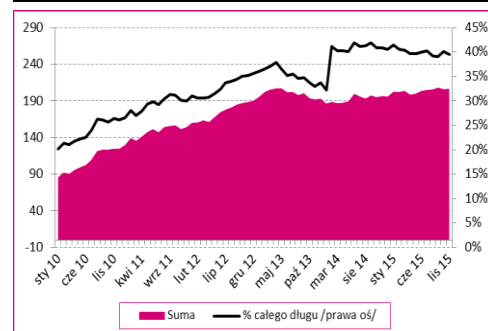
Miniony rok to okres relatywnie niewielkich zmian rentowności polskiego długu. W porównaniu do 2014 roku, gdy spadek dochodowości obligacji motywowany cyklem łagodzenia polityki pieniężnej wyniósł w przypadku 10-letniego tenoru aż 180 bps, w ubiegłym roku wyższa tych papierów wyniosła zaledwie 45 bps. Warto zauważyć, iż znaczący wpływ na wygenerowaną zmienność miał grudzień, gdy zawirowania na globalnych rynkach finansowych skutkowały dość wyraźną, jak na jeden miesiąc, przeceną polskiego długu. Tylko w dniu po rozczarowującym inwestorów wyniku posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego dochodowość 10-latki zwykła aż o 19 bps do poziomu 2,86% tj. maksimum z początku listopada. W tym czasie negatywnie na wartość SPW oddziaływały także czynniki krajowe, w tym przyjęcie przez Sejm nowelizacji ustawy zmieniającej tzw. regułę wydatkową, uzależniając ją od celu inflacyjnego NBP, co pozwoli na znaczne zwiększenie tegorocznych wydatków budżetowych. Przecenę długiego końca krzywej nasiliła ponadto aukcja zamiany, na której Ministerstwo Finansów zamierzało odkupić obligacje OK0116, PS0416 i OK0716 oferując w zamian papiery serii OK0717, PS0421 oraz DS0726. Sytuacja zmieniła się w drugiej połowie grudnia, gdy wsparcie dla wartości SPW stanowiła poprawa sentymentu do aktywów rynków wschodzących, po wcześniejszym okresie ich wyprzedaży. Argumentem lokalnym wspierającym spadek dochodowości, w szczególności wśród obligacji o krótkim terminie zapadalności, były natomiast spekulacje na temat przedstawicieli nowego składu Rady Polityki Pieniężnej. Rynek z coraz mniejszym przekonaniem odnosił się do kwestii powrotu do łagodzenia polityki monetarnej w tym roku.

Wykres 22 Miesięczna zmiana rentowności polskich obligacji [%]



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Wykres 23 Inwestorzy zagraniczni w strukturze zadłużenia w SPW [mld lewa oś]



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Obsadzenie RPP nowymi członkami, w tym wymiana prezesa NBP, niesie ze sobą ryzyko korekty dotychczasowej polityki pieniężnej

W stosunku do ubiegłego roku potrzeby netto wzrosną o ponad ¼

Konsekwentnie podtrzymujemy nasz scenariusz wystromienia krzywej SPW w 2016 roku

W tym roku kluczowe dla wyceny polskiego długu, poza czynnikami zewnętrznymi, będą dwa wydarzenia krajowe: wymiana składu Rady Polityki Pieniężnej, wysoka podaż papierów skarbowych związana z realizacją potrzeb pożyczkowych na 2016 rok oraz możliwe prefinansowanie potrzeb przyszłorocznych. Obsadzenie RPP nowymi członkami, w tym wymiana prezesa NBP, niesie ze sobą ryzyko korekty dotychczasowej polityki pieniężnej. Mimo, iż podczas grudniowego posiedzenia Rady M.Belka wyraził przekonanie, że przyszła RPP nie będzie podejmowała swoich decyzji niezależnie od sytuacji gospodarczej, to ryzyko powrotu do obniżek stóp procentowych jest znaczne.

Ciekawie prezentują się tegoroczne potrzeby pożyczkowe. W stosunku do ubiegłego roku potrzeby netto wzrosną o ponad ¼ do 74,68 mld PLN, a planowany poziom potrzeb pożyczkowych brutto (suma potrzeb netto oraz przypadającego do wykupu długu) wyniesie 182,7 mld PLN wobec 165,0 mld PLN przed rokiem. Z czego tylko w pierwszych trzech miesiącach tego roku Ministerstwo Finansów planuje pozyskać od 28 do 38 mld PLN wobec 33 mld PLN z pierwszego kwartału 2015 roku. Ponadto w pierwszym kwartale możliwe są emisje publiczne obligacji na rynkach zagranicznych o równowartości 10,0 - 25,0 mld PLN, a także emisje private placement. Wszystko po to, by po pierwszym kwartale MinFin sfinansował połowę potrzeb przewidzianych na 2016 roku. Obecnie stan ich prefinansowania szacowany jest na około 20%. Warto również podkreślić, iż resort, po trzech latach przerwy, powraca do sprzedaży bonów skarbowych. Wpływy z przetargów bonów uzupełniać będą rezerwy płynnościową w okresie spiętrzenia potrzeb pożyczkowych, a więc głównie w pierwszych miesiącach 2016 roku. Pierwszy z nich odbędzie się już w przyszłym tygodniu, gdy MinFin zaoferuje 32-tygodniowe bony za 1,0 - 2,0 mld PLN.

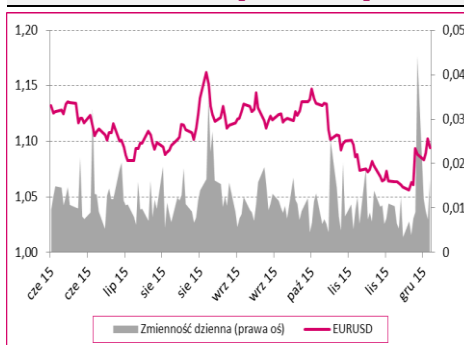
Konsekwentnie podtrzymujemy nasz scenariusz wystromienia krzywej SPW w 2016 roku. Źródłem wzrostu dochodowości obligacji o 10-letnim terminie zapadalności będą przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w tym proces normalizacji polityki pieniężnej w USA oraz mniej łagodne podejście Europejskiego Banku Centralnego do kwestii obniżek stóp procentowych, uzupełnione o wpływ możliwych napięć w realizacji budżetu centralnego w obliczu kosztownych reform gospodarczych rządu Prawa i Sprawiedliwości. Nie bez znaczenia będzie ponadto większa w stosunku do poprzedniego roku podaż SPW, która może skutecznie ciężać cenom długu, w szczególności w pierwszych miesiącach tego roku, gdy MinFin będzie próbował skoncentrować finansowanie potrzeb pożyczkowych. Krótki koniec krzywej pozostanie natomiast w bliskiej okolicy historycznego minimum rentowności. Zmianie ulegnie natomiast czynnik odpowiadający za wyżkę cen. Po weryfikacji oczekiwań na obniżki stóp procentowych rządu 50 bps kluczowy dla wyceny 2-letniego tenoru pozostanie wpływ wyłączenia z opodatkowania tzw. "podatkiem bankowym" skarbowych papierów wartościowych. W rezultacie bankowa nadpłynność mająca dotychczas ulokowanie w bonach pieniężnych NBP zostanie przetransferowana właśnie w obligacje skarbowe przyczyniając się do spadku ich rentowności. W szczególności, iż ze względu na wspomnianą wcześniej weryfikację oczekiwań na obniżki stóp procentowych prawdopodobnie wydłużony zostanie horyzont stabilnego kosztu pieniądza.

RYNKI ZAGRANICZNE

Wynik posiedzenia EBC okazał się być zaskoczeniem dla rynku ze względu na mniej gołębią od oczekiwań wypowiedź

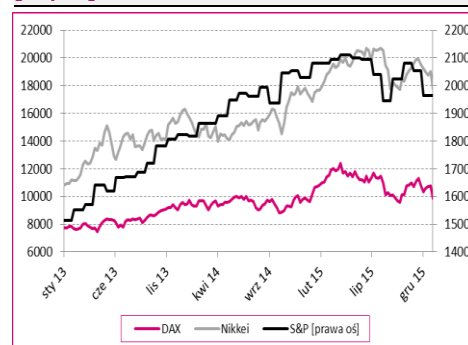
O kierunku grudniowych notowań eurodolara zdecydował wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Okazał się on być zaskoczeniem dla rynku ze względu na mniej gołębią od oczekiwań wypowiedź. Tylko tego dnia tj. 3 grudnia eurodolar wzrósł o blisko cztery centy tj. w skali największej od marca 2009 roku i w drugim najwyższym w historii jednodniowym tempie. Wyłączając natomiast dzień posiedzenia banku amplituda wahań kursu EUR/USD w minionym miesiącu nie przekroczyła 2,5 centa. W jeden dzień kurs EUR/USD odreagował zatem całość listopadowego spadku notowań. Rynek zachęcony wypowiedziami prezesa M. Draghiego, już podczas październikowego posiedzenia banku, o gotowości do podjęcia „wszelkich niezbędnych działań” by walczyć z uporczywie niską inflacją oczekiwał bardziej agresywnych działań ECB. Obniżka stopy depozytowej o 10 bps wobec oczekiwań cięcia dwukrotnie silniejszego, wydłużenie programu QE o pół roku tj. w ocenie rynku najkrótszy możliwy wariant, czy nie zwiększanie wartości tego programu wywołało gwałtowne umocnienie euro. Aprecjacja wspólnej waluty rozpoczęła się jednak tuż przed oficjalną decyzją ECB w reakcji na omyłkową publikację artykułu przez Financial Times, w którym podano informację o pozostawieniu stóp procentowych w strefie euro na niezmiennym poziomie.

Wykres 24 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań [w centach]



Zródło: Reuters

Wykres 25 Notowania światowych giełd [w pkt]



Zródło: Reuters

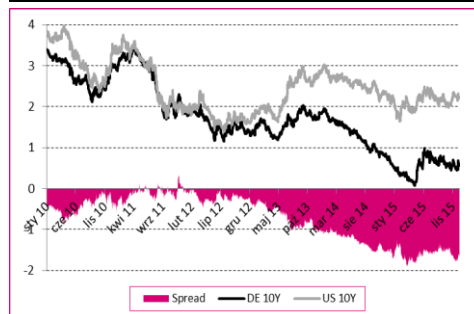
Niespodzianką nie zakończyło się natomiast grudniowe posiedzenie Fed

Niespodzianką nie zakończyło się natomiast grudniowe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Zgodnie z konsensusem Fed, po raz pierwszy od dziewięciu lat, podniósł stopy procentowe o 25 bps zachowując ostrożne podejście w kwestii normalizacji polityki pieniężnej w tym roku. Zgodnie z przedstawioną projekcją mediana prognoz członków FOMC dotycząca poziomu stopy procentowej funduszy federalnych na koniec 2016 r. wynosi 1,375% i pozostała bez zmian w stosunku do prognozy z września.

Frank szwajcarski, w ocenie SNB, jest „znacząco przewartościowany”

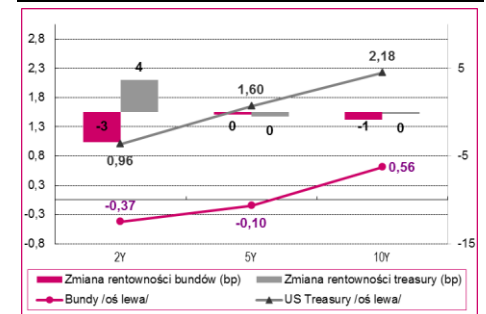
Mimo, iż oczekiwana przez przedstawicieli Fed stopa procentowa w 2016 roku powinna wzrosnąć o 100 bps, to w naszej ocenie rozpoczynający się rok może pokrzyżować te plany. Już raz bowiem, we wrześniu 2015 roku, Fed odsunął w czasie plany o rozpoczęciu normalizacji polityki pieniężnej ze względu na obawy o stan koniunktury w chińskiej gospodarce. Tymczasem 2016 rok rozpoczął się na chińskich rynkach finansowych od zawirowań motywowanych właśnie pogarszającą się sytuacją w gospodarce Państwa Środka. Dodatkowo, jak wynika z minutes grudniowego posiedzenia FOMC, mimo, iż bankierzy centralni jednogłośnie zdecydowali o podwyżce kosztu pieniądza, to część z nich wyrażała obawy dotyczące powrotu inflacji do celu. W zestawieniu z ostatnią mniej gołębią od konsensusu postawą Europejskiego Banku Centralnego sprawia to, że osiągnięcie parytetu w notowaniach eurodolara oddaliło się w czasie. W naszej ocenie nadal jednak pozostaje scenariuszem bazowym dla kursu EUR/USD.

Wykres 26 Notowania i spread amerykańskich i niemieckich 10-latek [%]



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Wykres 27 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i US Treasuries



Źródło: Reuters

Rentowność niemieckich 5-latek po raz pierwszy od listopada wzrosła przejściowo do dodatnich poziomów

Wycena długoterminowego długu pozostawała pod wpływem bieżącego sentymentu inwestycyjnego

Rozszerzanie się spreadu pomiędzy Bundem, a Treasuries jest w pełni uzasadnione

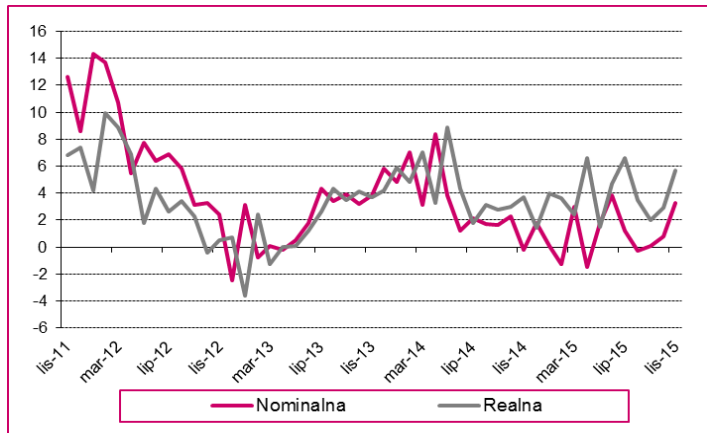
Notowania obligacji na rynkach bazowych zostały zdominowane w grudniu przez posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Mniej łagodna od oczekiwań retoryka EBC sprawiła, iż dochodowość niemieckiego długu zawróciła z historycznych minimów w segmencie 2- i 5-letnim. Tylko tego dnia rentowność Schatza wzrosła z poziomu -0,44% do -0,30%. Z kolei dochodowość niemieckich 5-latek po raz pierwszy od listopada wzrosła przejściowo do dodatnich poziomów. W grudniu odmienne nastroje towarzyszyły natomiast wycenie papierów dłużnych USA. Wynik posiedzenia Fed okazał się być bowiem zgodny z konsensusem. Po raz pierwszy od dziewięciu lat Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe. W rezultacie dochodowość amerykańskich 2-latek wybiła się ponad poziom 1% ustanawiając tym samym 4,5-letnie maksimum.

Długoterminowe papiery dłużne USA i Niemiec pozostawały natomiast bardziej pod wpływem bieżącego sentymentu inwestycyjnego związanego z globalną koniunkturą, aniżeli wynikami posiedzeń banków centralnych. Z tego powodu grudniowa zmienność obligacji 10-letnich na rynkach bazowych była niewielka. Wahania dochodowości Bunda w minionym miesiącu ograniczały się do przedziału 0,55% - 0,66%. Z kolei rentowność amerykańskiego odpowiednika kształtowała się w 19 bps paśmie 2,14% - 2,33% i to pomimo, iż w połowie ubiegłego miesiąca VIX tj. indeks strachu wzrósł do 3-miesięcznego maksimum.

Podtrzymujemy naszą ocenę zaprezentowaną w poprzednim raporcie, iż retoryka grudniowego posiedzenia EBC sprawia, że powrót rentowności do historycznych minimów wyznaczonych w listopadzie 2015 roku będzie niezwykle trudny. Brak jest jednak także czynników mogących powodować wyraźną zwyżką dochodowości niemieckiego długu. Z tego powodu uznajemy, iż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na najbliższe tygodnie jest stabilizacja notowań długu Niemiec wokół dotychczasowych poziomów tj. 0,60% w przypadku Bunda i -0,35% dla Schatza. Odmienne postrzegamy natomiast perspektywy obligacji amerykańskich. Rozpoczęta pod koniec ubiegłego roku normalizacja polityki pieniężnej będzie kontynuowana w 2016 roku nasilając presję na wzrost rentowności Treasuries. Oznaczać to będzie dalsze powiększanie się spreadu pomiędzy 10-latką amerykańską, a jej niemieckich odpowiednikiem.

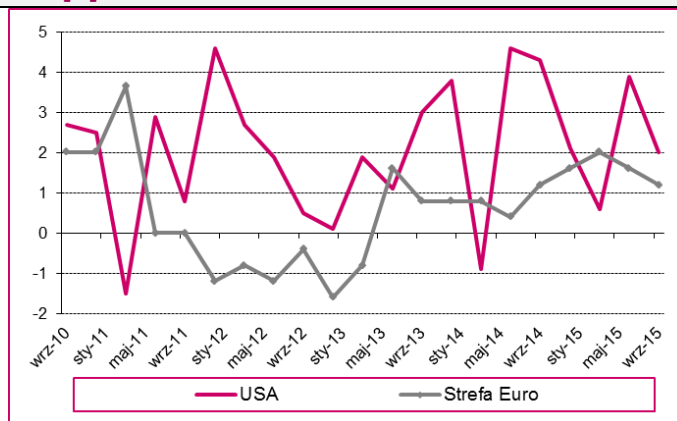
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 28 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



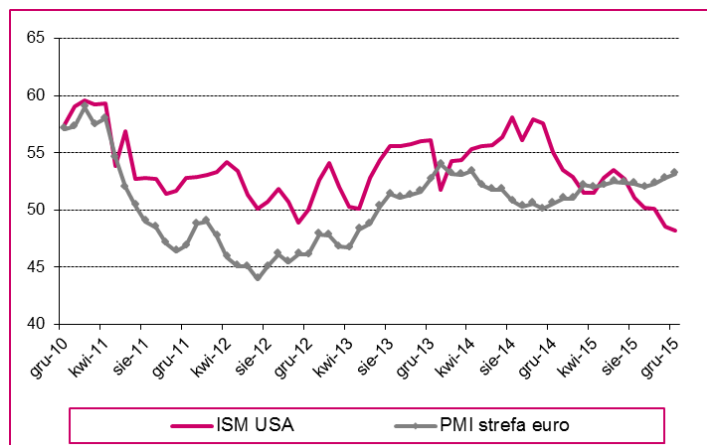
Źródło: GUS

Wykres 29 Annualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro [%]



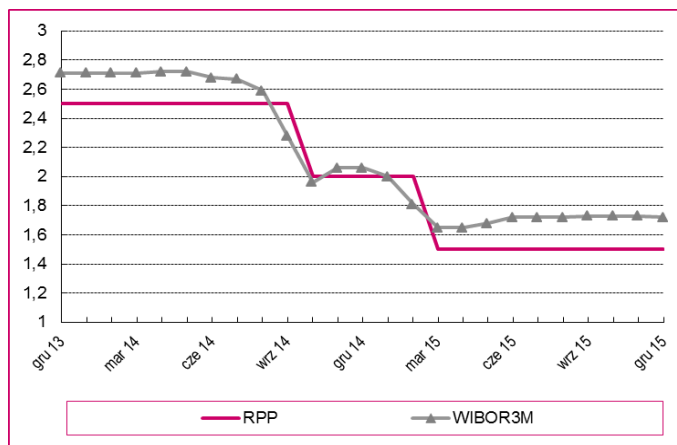
Źródło: EcoWin, obliczenia własne

Wykres 30 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



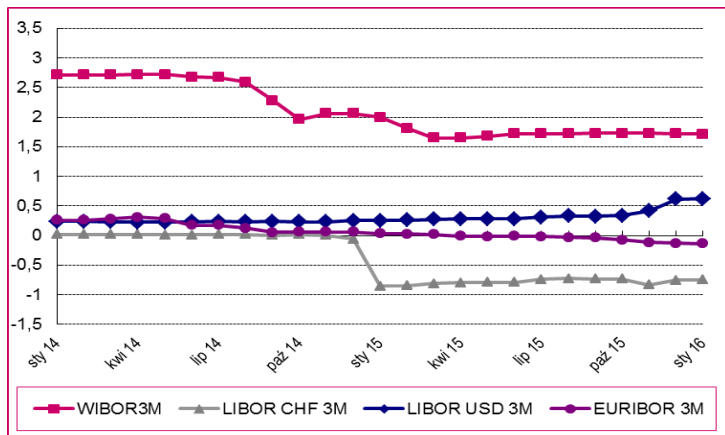
Źródło: EcoWin

Wykres 31 Stawka WIBOR 3M i stopa procentowa NBP [%]



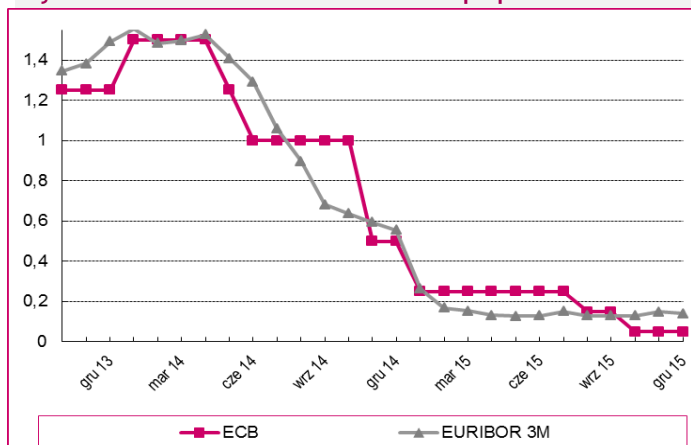
Źródło: Reuters

Wykres 32 Notowania stawek WIBOR, LIBOR i EURIBOR [bps]



Źródło: EcoWin, Reuters

Wykres 33 Stawka EURIBOR 3M oraz stopa procentowa EBC



Źródło: Reuters

DANE I PROGNOZY

DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru-15	sty-16
Inflacja- CPI (% r/r)	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4	0,0
Inflacja bazowa (% r/r)	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-0,7
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7,2	7,6	8,3	8,6	7,3	8,4	9,1	9,5	9,9	9,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	3,4	3,0
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	2,9	3,4
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	929	928	-963	-1110	-654	-768	-113	230	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	8,9	-	-
Import (EUR, % r/r)	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,8	3,8	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,7	3,7
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3
Stopa bezrobocia (%)	11,1	10,7	10,2	10	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3
Stopa referencyjna (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	1,63	1,65	1,66	1,66	1,66	1,67	1,67	1,67	1,66	1,64
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,65	1,68	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	1,70	1,79	1,98	1,81	1,87	1,79	1,65	1,61	1,58	1,45
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	2,23	2,46	2,74	2,49	2,51	2,39	2,09	2,08	2,23	2,15
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	2,65	2,95	3,33	2,95	2,98	2,85	2,68	2,69	2,95	3,00
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,28
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,90	3,95
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,10	1,11	1,10	1,12	1,12	1,10	1,06	1,09	1,08

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
PKB (mld PLN)	1361,8	1445,1	1566,6	1629,0	1656,3	1719,1	1806,0	1861,0
PKB (wzrost realny, %)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,5	3,5
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,2	3,9
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	3,3	2,5	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,8
Inwestycje (wzrost realny, %)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,0	5,8
Stopa bezrobocia	12,1	12,3	12,5	13,4	13,4	11,4	9,8	9,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,5	-5,2	-3,5	-1,3	-1,4	-0,5	-1,6
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	0,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	2,8	1,6	3,1	1,4	1,0	0,5	0,3	0,7
Saldo sektora general government (% PKB)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-3,0	-3,0
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,20	3,95	4,99	4,14	2,71	2,07	1,72	1,75
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,10	3,95	4,47	4,08	4,15	4,19	4,26	4,20
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,86	2,97	3,44	3,09	3,02	3,39	3,90	3,90

Źródło: GUS, NBP, Reuters, prognozy Banku Millennium

KALENDARIUM

Grudzień / Styczeń

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
				11 GE: CPI US: sprzedaż detaliczna, indeks uniwersytetu Michigan, PPI
14 PL: podaż pieniądza M3, rachunek obrotów bieżących EZ: produkcja przemysłowa	15 GE: ZEW PL: CPI US: CPI	16 GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI, bilans handlowy, CPI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny, liczba budów, pozwolenia na budowę, decyzja w sprawie stóp procentowych PL: inflacja bazowa, płace, zatrudnienie	17 GE: IFO PL: opis posiedzenia banku centralnego, produkcja przemysłowa, PPI, sprzedaż detaliczna US: liczba nowych bezrobotnych	18 EZ: rachunek obrotów bieżących
21 GE: PPI EZ: indeks zaufania konsumentów	22 US: sprzedaż domów na rynku wtórnym, konsumpcja prywatna PL: stopa bezrobocia	23 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, dochody i wydatki prywatne, sprzedaż nowych domów, zamówienia na dobra trwałego użytku, indeks uniwersytetu Michigan	24 US: liczba nowych bezrobotnych	25
28	29 US: indeks CaseShiller	30 EZ: podaż pieniądza M3 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, sprzedaż domów na rynku wtórnym	31 US: liczba nowych bezrobotnych	01
04 GE: indeks PMI w przemyśle, CPI EZ: indeks PMI w przemyśle	05 EZ: inflacja bazowa	06 GE: indeks PMI w usługach EZ: indeks PMI w usługach, PPI US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, bilans handlowy, zamówienia na dobra trwałego użytku	07 GE: zamówienia fabryczne EZ: stopa bezrobocia, sprzedaż detaliczna US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych PL: stan rezerw NBP	08 GE: bilans handlowy US: stopa bezrobocia, zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, PPI

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

Zespół

BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

www.millenet.pl

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

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