



Bank Polski

## Trudna trasa



## RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

Prognozujemy, że w I kw. 2016 r. rentowności polskich obligacji skarbowych nie ulegną znaczącej zmianie i na koniec okresu wyniosą: w sektorze 2-letnim 1,80%, w 5-letnim 2,40% i w 10-letnim 3,00%. Zakładamy, że negatywny wpływ normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych został w dużej mierze zdyskontowany. Ponadto będzie on łagodzony przez spekulacje dotyczące możliwości poluzowania polityki pieniężnej przez EBC. W środowisku stosunkowo wysokiego wzrostu gospodarczego w Polsce i lekko, ale jednak rosnącej inflacji silne spadki rentowności obligacji wydają się mało prawdopodobne. Tym bardziej, że poważnym czynnikiem ryzyka dla rynku będzie znaczący wzrost podaży obligacji skarbowych. Wspomnianej stabilizacji notowań sprzyjać powinno uspokojenie sytuacji na rynkach bazowych, gdzie spodziewamy się utrzymania dotychczasowych rentowności 10-letnich Bundów blisko 0,55%, a Treasuries w okolicy 2,25%. Wspomniane czynniki ryzyka mogą mieć istotniejsze znaczenie w dalszej części roku, dlatego na koniec 2016 r. prognozujemy wzrost rentowności w sektorze 2-letnim do 1,90%, w 5-letnim do 2,55% i w 10-letnim do 3,20%.

**Mirosław Budzicki**  
miroslaw.budzicki@pkobp.pl  
t: 22 521 87 94

## RYNEK WALUTOWY

Zakładamy się, że po krótkotrwałym wzroście EUR/USD w I kw. do końca 2016 r. spadnie on do 1,02, a EUR/PLN po silniejszym spadku w I kw. do końca 2016 r. wzrośnie do poziomu 4,40. Nasze prognozy wynikają ze wskazań modeli ekonometrycznych oraz następujących założeń:

- EUR/USD będzie pod wpływem podwyżek stóp w USA oraz oczekiwań dalszego rozszerzania programu skupu aktywów w strefie euro. Po spokojnym przyjęciu od dawna dyskontowanej przez rynki pierwszej podwyżki stóp w USA dalszy wzrost stóp w tym kraju będzie silnie umacniać dolara wobec euro.
- EUR/PLN w pierwszej części roku będzie pozostawał pod wpływem spokojnej reakcji rynków na pierwszą fazę podwyżek stóp w USA dzięki czemu grudniowe wydłużenie ekspansji ilościowej w strefie euro będzie pozytywnie oddziaływać na polską walutę. Jednak w drugiej połowie roku spadki cen ropy naftowej, spowolnienie w Chinach oraz dalsze podwyżki stóp w USA będą już negatywnie wpływać na złotego.

**Jarosław Kosaty**  
jaroslaw.kosaty@pkobp.pl  
tel. 22 521 65 85

## RYNEK AKCJI

W 2016 roku spodziewamy się zbliżonej do tegorocznej koniunktury w światowej gospodarce – kontynuacji umiarkowanego ożywienia w krajach rozwiniętych, spowolnienia w Chinach i dalszych problemów w krajach rozwijających się, w szczególności surowcowych oraz zależnych od finansowania międzynarodowym kapitałem portfelowym.

Preferujemy akcje europejskie wobec amerykańskich ze względu na wyższy potencjał do poprawy zysków i łagodniejszą politykę pieniężną. Zalecamy ostrożność w stosunku do akcji z większości rynków wschodzących.

Polska gospodarka jest w dobrej kondycji, ale rynek pozostaje pod presją potencjalnych decyzji, które mogą istotnie wpłynąć na wiele spółek. Spodziewamy się odbicia na giełdzie, ale dopiero w dalszej części roku. Prognozujemy WIG na koniec I kw. na poziomie 45-46 tys. pkt a na koniec roku 50 tys. pkt.

**Mariusz Adamiak, CFA**  
mariusz.adamiak@pkobp.pl  
tel. 22 580 32 39

## RYNEK STOPY PROCENTOWEJ

Na koniec I kw. 2016 r. krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych powinna pozostać na zbliżonych do obecnych poziomach. Prognozujemy, że w sektorze 2-letnim rentowności pozostaną w okolicy 1,80%, w 5-letnim blisko 2,40% i w 10-letnim na 3,00%. Zakładamy, że negatywny wpływ normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych został już w dużej mierze zdyskontowany i przynajmniej częściowo będzie łagodzony przez spekulacje dotyczące możliwości dalszego poluzowania polityki pieniężnej w strefie euro. Środowisko stosunkowo wysokiego wzrostu gospodarczego w Polsce i bardzo wolno rosnącej inflacji nie będzie sprzyjać spadkowi rentowności krajowych obligacji, a także postawi pod znakiem zapytania złagodzenie polityki pieniężnej.

Na koniec 2016 r. prognozujemy lekki wzrost rentowności obligacji skarbowych zarówno na krótkim jak i dłuższym końcu krzywej. Prognozujemy, że w sektorze 2-letnim rentowności wzrosną do 1,90%, w 5-letnim do 2,55% i w 10-letnim do 3,20%.

W bazowym scenariuszu zakładamy, że rynek będzie wyceniał częściowo ryzyko obniżki stopy referencyjnej NBP o 25pb. do poziomu 1,25%. Jednocześnie dostrzegamy szereg argumentów, które będą przemawiały za pozostawieniem stóp procentowych bez zmian. Dlatego nie można wykluczyć lekkiej korekty w górę na krótkim końcu krzywej dochodowości.

Zakładamy, że rentowności US Treasuries w I kw. 2016 r. wzrosną w sektorze 2-letnim do 1,00% i ukształtują się w sektorze 10-letnim blisko obecnych 2,25%. Głównym motorem przeceny Treasuries będą oczekiwania odnośnie umiarkowanej, ale jednak „normalizacji” polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Rynek wycenia dwie podwyżki stóp w 2016 r. i kontynuację cyklu w 2017 r. Dostrzegamy ryzyko przesunięcia się oczekiwań w odniesieniu do decyzji Fed lekko w górę. Ze względu na niepewną sytuację globalną, aprecjację dolara i niską inflację długoterminowe stopy procentowe pozostaną blisko obecnych poziomów.

Strefa euro pozostawać będzie pod wpływem spekulacji nt. dalszego możliwego rozszerzenia QE i obniżek stopy depozytowej. Z tego powodu do końca I kw. 2015 r. zakładamy, że rentowności niemieckich Bundów w 2-letnim sektorze obniżą się w okolice -0,40%, natomiast w 10-letnim będą kończyć kwartał blisko 0,55%. Rozbieżne oczekiwania w Europie i w Stanach Zjednoczonych zostały już w dużym stopniu zdyskontowane, ale mogą w dalszym ciągu skutkować rozszerzeniem się spreadu pomiędzy rentownościami papierów amerykańskich a niemieckich.

Krajowemu rynkowi długu będzie ciężać wyższa podaż papierów skarbowych, oddziałująca w kierunku rozszerzania się asset swap spreadów, a także stromienia się krzywej dochodowości. W 2016 r. wzrosną znacząco potrzeby pożyczkowe brutto, a dodatkowo Ministerstwo Finansów po krótkiej przerwie powróci do regularnych aukcji, wymagających napływu dodatkowego kapitału na rynek. Poza samym wzrostem wartości emisji papierów skarbowych w dalszym ciągu negatywny wpływ na wyceny obligacji będzie miała ich większa koncentracja na dłuższym końcu krzywej i w segmencie papierów o zmiennym kuponie.

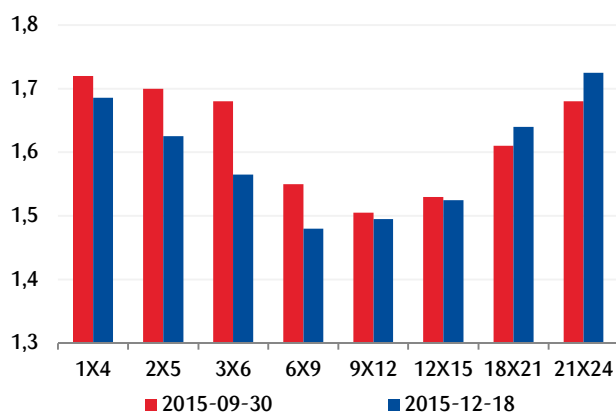
### Podsumowanie IV kwartału 2015 r.

Na rynku depozytów międzybankowych obserwowaliśmy w IV kw. 2015 r. stabilizację. NBP utrzymał stopy procentowe bez zmian, a WIBOR3M i WIBOR6M kształtowały się w II półroczu 2015 r. na poziomie odpowiednio: 1,72-1,73% i 1,77%-1,81%. Oznacza to, że spread dla wspomnianych stawek względem stopy referencyjnej NBP wynosił około 20 pb. i 30 pb. Spodziewamy się, że ten stan utrzyma się również na początku 2016 r.

W IV kw. 2015 r. istotnej zmianie uległy oczekiwania rynkowe odnośnie przyszłych decyzji RPP. Spodziewając się wprowadzenia do składu nowej Rady bardziej „gołębich” członków na początku 2016 r. rynek FRA zaczął wyceniać spadek WIBOR3M w perspektywie I półrocza przyszłego roku. Najniższe poziomy notowane były w przypadku tenoru 9x12 (2 grudnia na krótko kwotowania spadły nawet do 1,30%). Jeśli przyjmiemy dotychczasowy 20-punktowy spread WIBOR3M do stopy referencyjnej NBP to oznacza, że rynek dyskutował w perspektywie lipca 2016 r. pełną obniżkę stóp procentowych o 25 pb. i połowę kolejnej obniżki, przy założeniu, że RPP utrzyma „jednostkę zmiany” równą 25 pb.

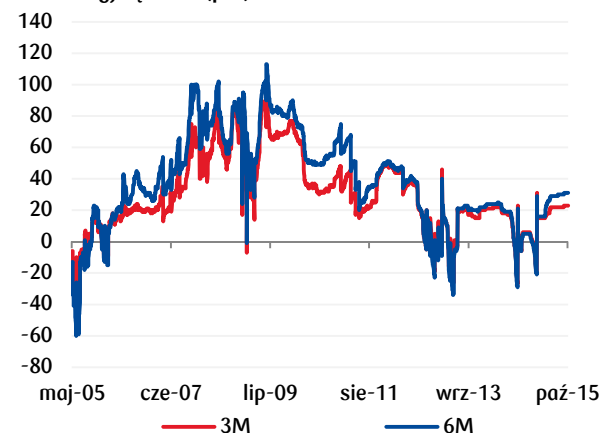
Rynek FRA zaczął dyskutować obniżki stóp procentowych w Polsce.

Wykres 1 W ostatnich miesiącach rynek FRA zaczął dyskutować obniżki stóp procentowych w Polsce (%).



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 2 Spread pomiędzy stawkami WIBOR a stopą referencyjną NBP (pb.).



Źródło: Thomson Reuters

W IV kwartale 2015 r. obserwowaliśmy wzrost nadpłynności sektora bankowego w Polsce. Zagregowana nadpłynność systemu mierzona wielkością emisji bonów pieniężnych NBP kształtowała się średnio w IV kwartale na poziomie 87,1 mld PLN. Dla porównania w III kwartale średnia wartość „żyjących” emisji bonów pieniężnych wynosiła 82,3 mld PLN. Wspomniany wzrost nadpłynności systemu bankowego mógł tworzyć lekką presję na spadek oprocentowania najkrótszych depozytów. Według danych banku centralnego w IV kw. 2015 r. POLONIA utrzymywała się średnio 6 pb poniżej stopy referencyjnej NBP. Dla porównania w III kw. br. oprocentowanie jednodniowych depozytów kształtowało się 3 pb poniżej stopy repo.

Nadpłynność sektora bankowego lekko wzrosła w IV kw. 2015 r.

Tabela 1 Zmiany notowań na rynku pieniężnym (% , stan na koniec okresu)

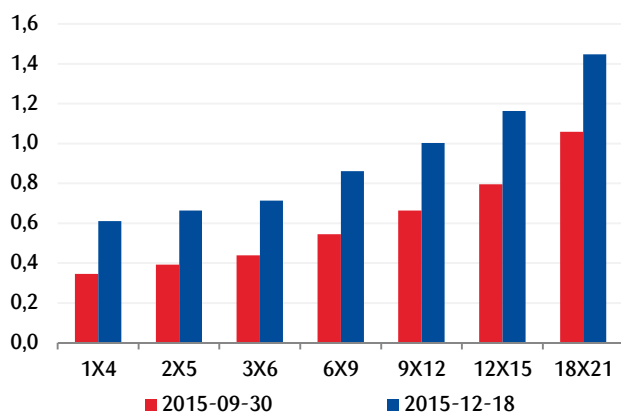
	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	3q15	4q15	1q16P	4q16P
POLONIA	-	4,17	2,55	1,98	1,60	1,51	1,45	1,45
Stopa referencyjna NBP*	5,15	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M	5,42	4,13	2,71	2,06	1,73	1,72	1,72	1,72
LIBOR3M USD	3,3	0,31	0,25	0,26	0,33	0,59	0,60	0,85
LIBOR3M EUR	3,14	0,13	0,27	0,06	-0,04	-0,12	-0,15	-0,15

\*prognoza stopy referencyjnej NBP – Departament Analiz Ekonomicznych PKO Banku Polskiego;  
Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (koniec IV 2015 r. wg stanu na 18.12.2015)

Rynki bazowe pozostawały w IV kw. 2015 r. pod silnym wpływem oczekiwań odnośnie kształtowania się polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, a także w strefie euro. Po publikacji bardzo dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy inwestorzy nabrali przekonania, że Fed zdecyduje się na ostatnim w tym roku posiedzeniu (15-16.12) podnieść stopy procentowe. Wzrost oczekiwań wyraźnie ciążył rynkowi amerykańskich Treasuries, które poruszały się w trendzie wzrostowym (zbliżając się ostatecznie do naszej prognozy na poziomie 2,20% w sektorze 10-letnim). Tak jak oczekiwał rynek, bank centralny na posiedzeniu grudniowym podniósł stopy procentowe o 25 pb. (dla głównej stopy do przedziału 0,25%-0,50%) prowadząc do lekkiego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na krótkim końcu krzywej i w efekcie wypłaszczenia krzywej dochodowości. Jednocześnie Fed zaznaczył w komunikacie, że proces zaostrzania polityki pieniężnej będzie kontynuowany w 2016 r., chociaż w ramach bardzo łagodnego cyklu i po wnikliwej analizie napływających danych makroekonomicznych.

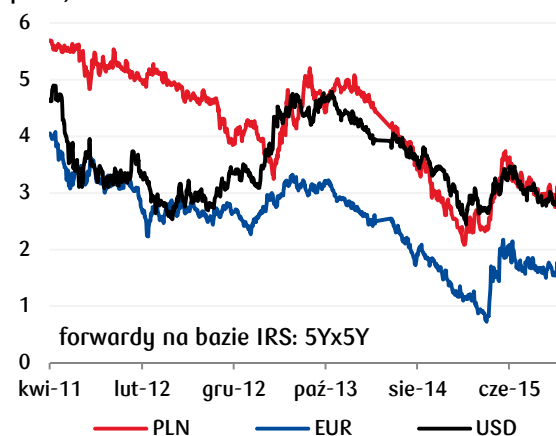
Oczekiwana zmiana polityki pieniężnej w USA ciążyła na globalnym rynku długu.

Wykres 3 W ostatnich miesiącach rynek FRA zaczął bardziej zdecydowanie dyskontować podwyżki stóp procentowych w USA (%).



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 4 W 2015 r. oczekiwane długoterminowe stopy procentowe w Polsce poruszały się w ramach tych samych trendów, co stopy w USA i w strefie euro. Korelacja z obiema stopami wynosiła 0,85-0,90 (na bazie forwardów 5Yx5Y, pkt. proc.).



Źródło: Thomson Reuters

Negatywny wpływ zbliżającej się zmiany polityki Fed był łagodzony przez oczekiwane poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro. Widać to było wyraźniej przed grudniowym posiedzeniem EBC (3.12), kiedy na rynku obligacji dominowały spadki rentowności. Były one determinowane głównie oczekiwaniami na zwiększenie skali skupu aktywów w strefie euro i redukcję stopy depozytowej. Ostatecznie bank centralny rozczarował pozostawiając skalę QE na niezmiennym poziomie (jedynie rozszerzając zakres skupowanych instrumentów i wydłużając program w czasie), a także obniżając stopę depozytową o „zaledwie” 10 pb. Po decyzji EBC rentowności obligacji w Europie gwałtownie wzrosły, zbliżając się w przypadku 10-letnich Bundów do naszej prognozy na 0,7%. Decyzja banku centralnego miała istotny wpływ nie tylko na rynek w Europie, ale doprowadziła również do przeceny Treasuries.

EBC rozczarował inwestorów po grudniowym posiedzeniu. Brak zmian skali QE wywołał silny wzrosty rentowności.

Tabela 2 Zmiany notowań na rynkach bazowych (% , stan na koniec okresu)

	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	3q15	4q15	1q16P	4q16P
Schatz 2Y	3,54	-0,03	0,20	-0,11	-0,25	-0,36	-0,40	-0,20
Bund 5Y	3,84	0,28	0,92	0,01	-0,01	-0,10	-0,10	0,05
Bund 10Y	4,27	1,30	1,94	0,54	0,59	0,55	0,55	0,70
US Treasury 2Y	3,16	0,25	0,38	0,69	0,63	0,97	1,00	1,25
US Treasury 5Y	3,72	0,71	1,71	1,68	1,35	1,68	1,70	1,85
US Treasury 10Y	4,58	1,70	2,97	2,19	2,03	2,20	2,25	2,40

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (koniec IV 2015 r. wg stanu na 18.12.2015)

Na polskim rynku stopy procentowej mieliśmy do czynienia z wysoką zmiennością notowań. W pierwszej części IV kw. 2015 r. wyraźnie dominowały spadki rentowności obligacji, które w sektorze 10-letnim notowały w październiku i listopadzie minima na poziomie 2,60%. Wyceny polskich obligacji wspierał wówczas wykup papierów serii DS1015, wypłata odsetek od obligacji, nasilające się oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce, ale również pozytywne nastroje utrzymujące się na rynku europejskim (mimo widocznych obaw przed grudniowym posiedzeniem Fed). Polskiemu rynkowi długu pomagały również spadające ceny większości surowców (energetycznych, rolnych, a także przemysłowych) na globalnych rynkach towarowych, obniżających oczekiwaną ścieżkę inflacji w kolejnych miesiącach. Wraz ze spadkiem rentowności obligacji obserwowaliśmy jednak proces stromienia się krzywej dochodowości, co było efektem również silnego spadku rentowności papierów o krótkich terminach wykupu w związku z oczekiwanym wzrostem oczekiwań na obniżki stóp procentowych (spread 2Y10Y utrzymywał się w październiku i w listopadzie blisko 100 pb.).

Początek IV kw. 2015 r. przyniósł wyraźny spadek rentowności obligacji ...

Z kolei po grudniowym posiedzeniu EBC doszło do gwałtownej przeceny na rynku długu. W reakcji na rozczarowanie decyzją banku centralnego rentowności obligacji w pierwszych dwóch tygodniach grudnia w sektorze 10-letnim wzrosły o około 25 pb. W kolejnych dniach notowania osłabił dodatkowo przetarg obligacji zamiany (po raz kolejny na rynku pierwotnym uplasowana została wysoka podaż na dłuższym końcu krzywej), wycofanie się inwestorów z dyskontowania obniżek stóp procentowych w Polsce, a także zbliżające się posiedzenie Fed ciężące nad rynkami wschodzącymi. Niewykluczone, że po tak silnym wzroście notowań doszło również do realizacji zleceń stop-loss, co mogło sugerować nagłe przyspieszenie skali wyprzedzi papierów skarbowych (a później podobnie silne odreagowanie po osiągnięciu szczytu). Tym samym w ciągu dwóch pierwszych tygodni grudnia rentowności 10-letnich obligacji wzrosły krótkookresowo nawet o 80 pb. Tak silna przecena widoczna szczególnie na dłuższym końcu krzywej doprowadziła do wystromienia się krzywej dochodowości (spread 2Y10Y wzrósł na krótko nawet w okolice 145 pb.).

... po czym w grudniu doszło do bardzo silnej przeceny, a rentowności 10-letnich papierów skarbowych wzrosły powyżej 3,00%.

Jednym z czynników osłabiających krajowy rynek długu był wzrost potrzeb pożyczkowych w 2016 r., a w efekcie wzrost wartości oczekiwanych emisji papierów skarbowych. Wzrost wartości emisji wynika zarówno z rosnącego deficytu budżetowego w 2016 r., jak też konieczności wykupu zapadających obligacji skarbowych. Poza samym efektem rosnącej podaży papierów, zapowiadane programy zakładające pobudzenie konsumpcji prywatnej będą miały pro wzrostowy i proinflacyjny charakter, co z punktu widzenia rynku długu wspierało wzrosty rentowności papierów skarbowych (obniżając jednocześnie prawdopodobieństwo poluzowania polityki pieniężnej w Polsce). Z tego m.in. powodu w całym IV kwartale 2015 r. widać było silne wzrosty asset swap spreadów we wszystkich segmentach rynku, a także discount margin w przypadku obligacji serii WZ.

Oczekiwany wzrost podaży papierów skarbowych w 2016 r. przyczynił się do wzrostu ASW.

Tabela 3 Zmiany notowań na rynku papierów skarbowych i instrumentów pochodnych (%), stan na koniec okresu)

	Średnia: 2003-08	4q12	4q13	4q14	3q15	4q15	1q16P	4q16P
OS 1Y	5,45	3,00	2,66	1,77	1,59	1,63	1,70	1,80
OS 2Y	5,58	3,09	3,01	1,75	1,71	1,73	1,80	1,90
OS 5Y	5,78	3,20	3,62	2,13	2,36	2,30	2,40	2,55
OS 10Y	5,80	3,72	4,34	2,51	2,83	2,91	3,00	3,20
ASW 10Y (pb)	12	17	13	31	39	50	40	40
CDS 5Y PL (pb)	-	79	80	71	79	72	75	75

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters (koniec IV 2015 r. wg stanu na 18.12.2015)

### W 2016 r. dostrzegamy ryzyko redukcji stóp procentowych w Polsce.

Przy konstruowaniu prognoz założone zostało w bazowym scenariuszu, że rynek będzie dyskutował ryzyko redukcji stopy referencyjnej NBP do poziomu 1,25%. Scenariusz alternatywny negatywny zakłada, że RPP zdecyduje się w I połowie 2016 r. na obniżki stóp o łącznie nawet 50 pb. Scenariusz optymistyczny przewiduje z kolei, że bank centralny utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Naszym zdaniem ten ostatni scenariusz ma wciąż wysokie prawdopodobieństwo realizacji<sup>1</sup>.

Rynek będzie liczył się z  
możliwością obniżki stóp  
procentowych w 2016 r.

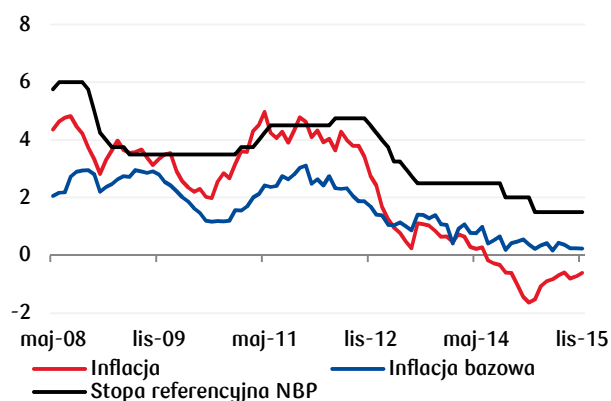
Tabela 4 Założenia w odniesieniu do stopy referencyjnej NBP przyjęte do konstrukcji prognoz dla rynku stopy procentowej (%)

Stopa referencyjna NBP	4q11	4q12	4q13	4q14	3q15	4q15P	2q16P	4q16P	2q17P	4q17P
Scenariusz bazowy						1,50	1,25	1,25	1,50	1,50
Scenariusz alternatywny I	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,50
Scenariusz alternatywny II						1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Bieżąca wycena rynkowa						1,50	1,25	1,25	1,50	1,50

\* wybraliśmy najbardziej prawdopodobne scenariusze, które rynek może dyskutować.

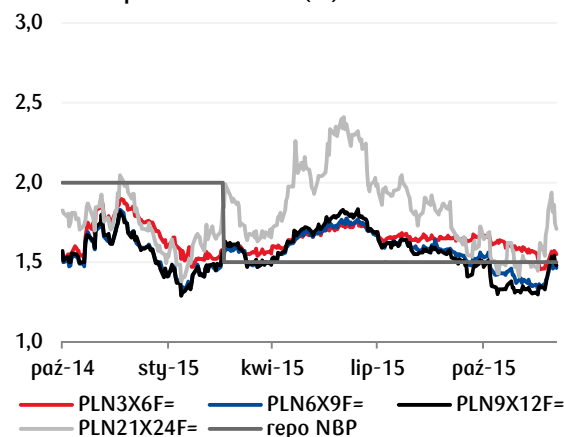
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Wykres 5 Rosnąca w Polsce inflacja będzie oddziaływała w kierunku zmniejszenie realnych stóp procentowych (%)



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6 Rynek FRA zakłada redukcję stóp procentowych w Polsce w I półroczu 2016 r. (%)



Źródło: Thomson Reuters

W relacji do ostatniego *Kwartalnika Rynkowego* założenia w zakresie trendów makroekonomicznych w zasadzie nie uległy istotniejszej modyfikacji. W bazowym scenariuszu założony został wzrost gospodarczy w Polsce w najbliższych kwartałach bliski 3,5% r/r, z jedynie niewielkimi odchyleniami. Dynamika wzrostu PKB na tym poziomie utrzymuje się od początku 2014 r. i jednocześnie była ona zbliżona do PKB potencjalnego (szacowanego metodami statystycznymi i eksperckimi). Oznacza to, że nie rodzi ryzyka nadmiernego wzrostu inflacji (wymagającej interwencji ze strony banku centralnego), ale też z drugiej strony nie powinna silnie oddziaływać dezinflacyjnie na gospodarkę (odchylenie in minus od celu inflacyjnego będzie wynikało głównie z kształtowania się cen surowców na globalnym rynku towarowym).

W Polsce tempo wzrostu  
PKB będzie bliskie, lub nawet  
wyższe od PKB  
potencjalnego.

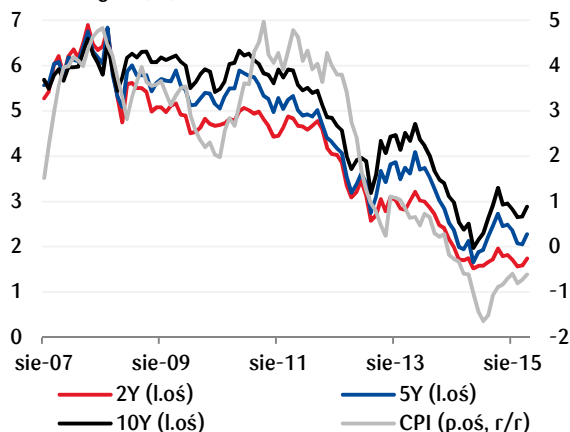
Podobnie jak w ostatnich kwartałach, wzrost gospodarczy w Polsce opierać się będzie głównie na wzroście konsumpcji, która utrzymać się powinna blisko 3,0% w ujęciu rocznym. W tym kontekście niepokoić może jedynie fakt, że w ostatnich miesiącach miesięczne dane o sprzedaży detalicznej często zaskakiwały niską dynamiką. Do tego wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw wciąż utrzymuje się w przedziale 3,0-4,0% r/r. Oznacza to, że jeśli sprawdzą się

<sup>1</sup> Raport specjalny z dnia 2 grudnia 2015 r. – Obniżka stóp nie jest przesądzona, krótki koniec krzywej czeka przecena.  
18 grudnia 2015

nasze prognozy w zakresie wzrostu ścieżki inflacji, to wówczas realny wzrost płać wyhamuje, tworząc presję w kierunku niższej dynamiki realnego PKB w kolejnych kwartałach. Ostatnie zapowiedzi rządu zmierzające do zwiększenia ekspansywności polityki fiskalnej, a także realizacja projektów finansowanych ze środków unijnych z nowej perspektywy 2014-2020 będą bilansować potencjalne czynniki ryzyka dla scenariusza bazowego, a wręcz mogą skutkować wyższym tempem wzrostu gospodarczego w II połowie 2016 r.

**Polityka fiskalna będzie oddziaływać na gospodarkę pro wzrostowo i proinflacyjnie.**

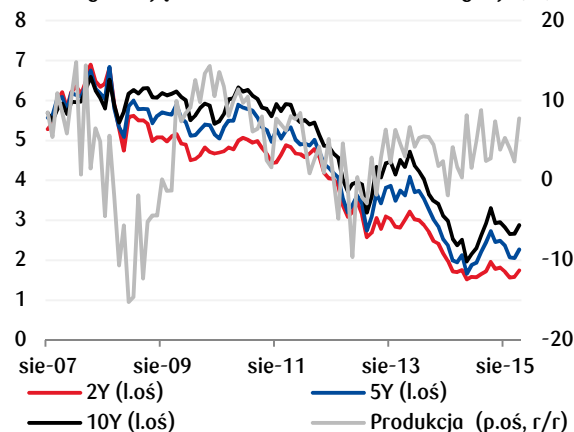
**Wykres 7 Powolny wzrost ścieżki inflacyjnej w Polsce będzie wspierał tendencję do wzrostu rentowności obligacji skarbowych (%)**



Współczynnik determinacji w okresie od 2008 r.:  $R^2=78,9\%-82,4\%$

Źródło: GUS

**Wykres 8 Kontynuacja ożywienia gospodarczego w Polsce, widocznego w przypadku produkcji przemysłowej przemawia za kontynuacją wzrostów rentowności obligacji (%)**



Źródło: GUS

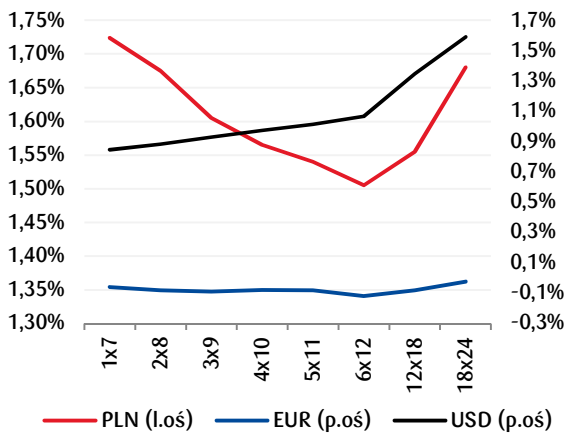
Według najnowszych danych GUS wskaźnik CPI w ujęciu rocznym spadł w listopadzie o -0,6% r/r i w kolejnych miesiącach spodziewamy się, że ścieżka inflacji będzie dalej bardzo powoli rosła. Proces wychodzenia gospodarki z deflacji będzie się jednak odwlekał w czasie m.in. w efekcie ostatnich spadków cen surowców na globalnym rynku towarowym. Po ostatnim odczycie inflacji powrót wskaźnika w okolice zera w grudniu 2015 r. jest w dalszym ciągu możliwy, niemniej inflacja w grudniu będzie raczej bliższa -0,2%. Kolejne kwartały powinny przynieść dalszy wzrost inflacji w efekcie, czego realna stopa referencyjna NBP zmierzać będzie w kierunku zera, ale zapewne stanie się to dopiero pod koniec 2016 r. Istnieje bowiem wysokie prawdopodobieństwo, że wskaźnik inflacji w grudniu przyszłego roku ukształtuje się w przedziale 1,0-1,5% r/r. Chociaż sam spadek realnych stóp procentowych nie będzie uniemożliwił poluzowania polityki pieniężnej, to jednak będzie jednym z argumentów za powstrzymaniem się od takiej decyzji przez RPP.

**Spadek realnych stóp procentowych będzie utrudniał luzowanie polityki pieniężnej w Polsce.**

Taki układ danych makroekonomicznych wskazywać będzie raczej na stabilizację stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach, chociaż rynek wycenia dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w I połowie 2016 r. Naszym zdaniem rynek stopy procentowej mógł przereagować. Chociaż nie można wykluczyć obniżki stóp procentowych w Polsce, to jednak taki scenariusz został już praktycznie zdyskontowany przez rynek. Z drugiej strony dostrzegamy szereg argumentów, które będą przemawiały za pozostawieniem stóp procentowych bez zmian lub ich obniżką o najwyżej 25 pb. Tym samym zwracamy uwagę na asymetryczne ryzyko dla krótszego końca krzywej.

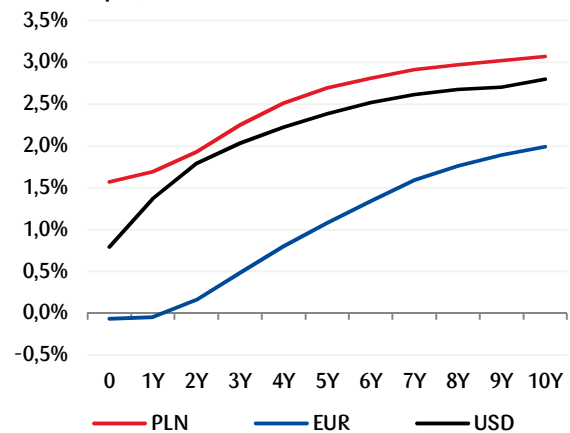


Wykres 9 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 2 lat



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 10 Oczekiwane zmiany stóp procentowych w perspektywie 10 lat (na bazie rynku IRS, 1-rocznna stawka forward, pb.)

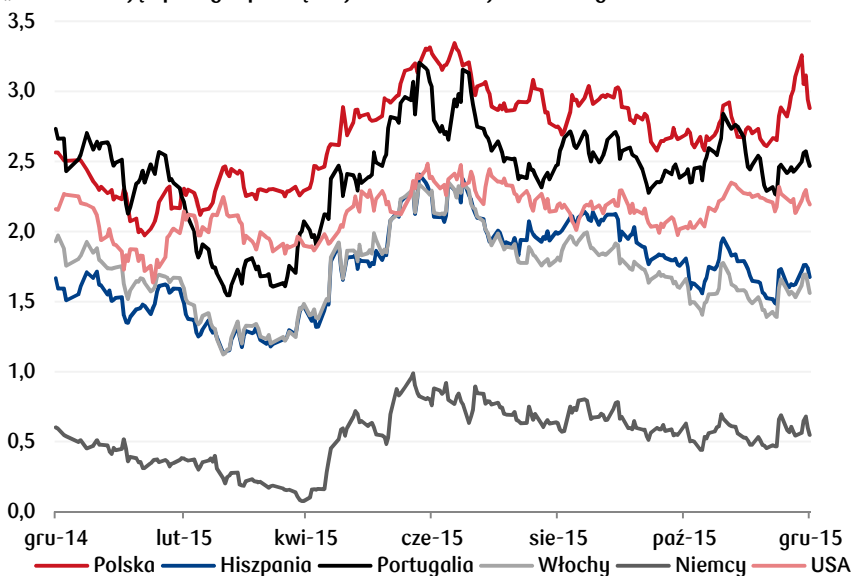


Źródło: Thomson Reuters

Poza danymi makroekonomicznymi, to międzynarodowe przepływy kapitału będą wymuszały na nowej RPP większą koncentrację na sytuacji globalnej. W tym kontekście głównym czynnikiem ryzyka dla przyszłej Rady pozostanie rozpoczęta w grudniu przez Fed normalizacja polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

Dla polityki pieniężnej w Polsce kluczowa będzie sytuacja na globalnych rynkach finansowych.

Wykres 11 Mimo, że 22 stycznia EBC ogłosił QE, a skup aktywów rozpoczął 9 marca, pozytywna reakcja rynku była krótkotrwała. W kolejnych miesiącach rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wyraźnie rosły będąc bardziej pod wpływem obaw o „normalizację” polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.



Źródło: Thomson Reuters

Naszym zdaniem to właśnie polityka Fed będzie głównym determinantem zmian na globalnym rynku stopy procentowej, a jej negatywny wpływ na polski rynek będzie jedynie częściowo łagodzony przez oczekiwane poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro. Brak silniejszej pozytywnej reakcji polskiego rynku na działania EBC w 2015 r. wynika z kilku podstawowych czynników. Po pierwsze, inwestorzy globalni obawiają się zmiany polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Część z nich uważa, że wraz z podwyżkami stóp w USA wzrośnie presja na waluty państw rozwijających się, w tym Polski (choć nasz kraj jest pozytywnie oceniany przez inwestorów zagranicznych). Dlatego nie zwiększają oni ekspozycji na rynkach wschodzących. Za tym ostrożnym

Polityka monetarna w Polsce będzie bardziej uzależniona od decyzji Fed. EBC będzie łagodził ich negatywny wpływ.

podejściem przemawiają obawy przed silniejszym pogorszeniem sytuacji głównych gospodarek wschodzących (szczególnie w Chinach). Po drugie, mimo realizowanego przez EBC skupu aktywów część kapitału lokowana jest z powrotem w banku centralnym, co zmniejsza efektywność programu i ogranicza ilość wolnego kapitału na rynku. Po trzecie, w sytuacji wzrostu stóp procentowych przez Fed część kapitału będzie wracała do Stanów Zjednoczonych, tym bardziej, że dochodowość inwestycji w USA i np. w Polsce jest w niektórych segmentach rynku porównywalna (Wykres

4). Szczególnie widać to na dłuższym końcu krzywej, gdzie inwestorzy chętniej kupują obligacje skarbowe.

Aktualnie rysują się dwa główne czynniki ryzyka dla przedstawionego scenariusza bazowego. Pierwszy dotyczy inflacji, która do tej pory mimo wzrostu PKB w okolicy PKB potencjalnego utrzymywała się poniżej zera. Ewentualne utrwalenie trendu spadkowego cen na rynku surowcowym mogłyby doprowadzić do silniejszego spadku inflacji, czego w tej chwili rynek nie dyskontuje. Ten ruch mogłoby wesprzeć wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego. Wówczas zapewne, jak zostało wskazane w scenariuszu alternatywnym negatywnym, NBP mógłby zdecydować się na silniejsze obniżki stóp procentowych w I połowie 2016 r. Z kolei z drugiej strony, możliwe jest znaczące pogorszenie się nastrojów wokół rynków wschodzących, co mogłoby skutkować silniejszym odpływem kapitału. Wówczas zapewne widać byłoby presję na deprecjację złotego, co mogłoby zmusić RPP do wstrzymania się z obniżkami stóp procentowych. Biorąc pod uwagę, że kurs EUR/PLN przebił poziom 4,30, powinno być poważnie brane pod uwagę.

Czynnikami ryzyka pozostaje dezinflacyjny wpływ cen surowców na świecie, a także potencjalne pogorszenie nastrojów na rynkach wschodzących.

### W 2016 r. Fed będzie osłabiał polski rynek długu.

Jednym z głównych czynników determinujących sytuację na polskim rynku stopy procentowej są oczekiwania odnośnie przyszłej polityki pieniężnej Fed. Grudniowa podwyżka stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w pierwszym momencie jedynie nieznacznie osłabiła globalny rynek długu, który w dużym stopniu zdyskontował jeszcze przed posiedzeniem zarówno samą decyzję jak i zapowiedzi kontynuacji cyklu. Inwestorów wyraźnie uspokoiły zapewnienia prezesa Fed J. Yellen, że proces dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej będzie przebiegał bardzo stopniowo, a także, że będzie silnie uzależniony od napływających danych makroekonomicznych. Przy tak jednoznacznym komunikacie trudno oczekiwać, aby rentowności w Stanach Zjednoczonych w kolejnych miesiącach miały dalej silnie rosnąć. Na potrzeby strategii dla rynku stopy procentowej założono, że rynek osiągnął poziom równowagi, który powinien utrzymywać się do końca I kw. 2016 r.

Ten scenariusz uprawdopodobnia dodatkowo fakt, że Fed skorygował w dół swoje oczekiwania w odniesieniu do długoterminowej podstawowej stopy procentowej, co zapewne miało duży wpływ na to, że w reakcji na decyzję banku centralnego długoterminowe stopy procentowe praktycznie nie uległy zmianie a później nawet spadły. Poza samym wpływem korekty oczekiwań należy też zwrócić uwagę, że rynkowe długoterminowe stopy procentowe kształtują się już na dosyć wysokich poziomach (wyceniają wzrost stóp procentowych w okolice 2,70%), naturalnie ograniczając przestrzeń do wzrostu rentowności. Wyceny obligacji skarbowych wzmacniają również brak wyraźniejszej korekty oczekiwań banku centralnego w odniesieniu do przyszłych trendów makroekonomicznych (zostały one właściwie utrzymane na poziomie z wrześniowej projekcji makroekonomicznej), a także powtórzenie czynników ryzyka związanych z aprecjacją dolara, niepewną sytuacją globalną, a także osłabieniem eksportu. Te argumenty przemawiają za utrzymaniem się rentowności UST 10Y w I kw. 2016 r. na poziomie bliskim 2,25%. Spodziewać się można również powolnej tendencji do płaszczenia krzywej dochodowości,

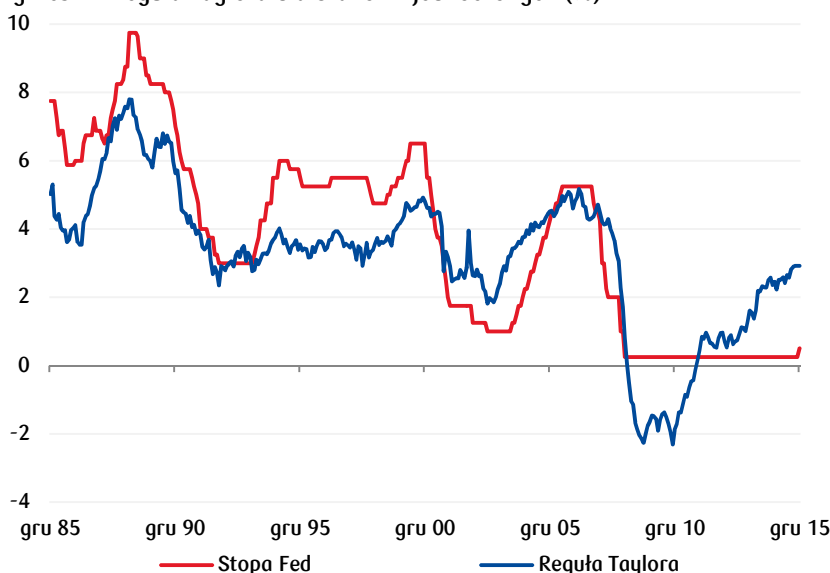
Przestrzeń do wzrostu rentowności amerykańskich obligacji skarbowych na długim końcu krzywej pozostaje ograniczona.

będącej efektem utrzymującego się trendu wzrostowego rentowności na krótkim końcu krzywej (w przypadku UST 2Y pokonany został psychologiczny poziom 1,00%).

Taka umiarkowana reakcja rynku na początek „normalizacji” polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, a także umiarkowane oczekiwania w zakresie kolejnych decyzji Fed mogą ograniczać obawy inwestorów przed silniejszymi turbulencjami na rynkach wschodzących (szczególnie w zakresie deprecjacji walut lokalnych). Część instytucji finansowych, wstrzymujących się do tej pory z zajmowaniem długich pozycji na emerging markets może teraz podejmować decyzje o przynajmniej częściowej, krótkoterminowej odbudowie portfeli na przecenionych rynkach. Ten proces mógłby wzmocnić również polski rynek stopy procentowej. Takie decyzje na początku przyszłego roku wspierać będzie też kształtująca się zapewne na wciąż niskim poziomie globalna inflacja. W najbliższych miesiącach znajdzie się ona pod wpływem czynników deflacyjnych w postaci spadających cen surowców na świecie.

Spokojny odbiór przez rynek finansowy pierwszej podwyżki stóp w USA zmniejsza ryzyko przeceny aktywów na rynkach wschodzących.

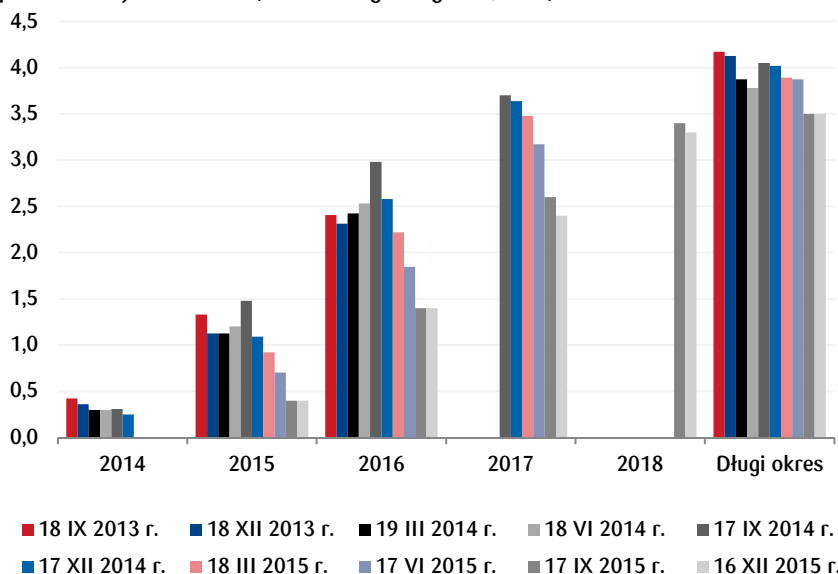
Wykres 12 Reguła Taylora dla Stanów Zjednoczonych (%).



\*R<sup>2</sup>=85%; na bazie inflacji PCE i stopy bezrobocia

Źródło: Bloomberg

Wykres 13 Oczekiwania członków FOMC odnośnie wysokości głównej stopy procentowej w Stanach (średnia arytmetyczna, w %)



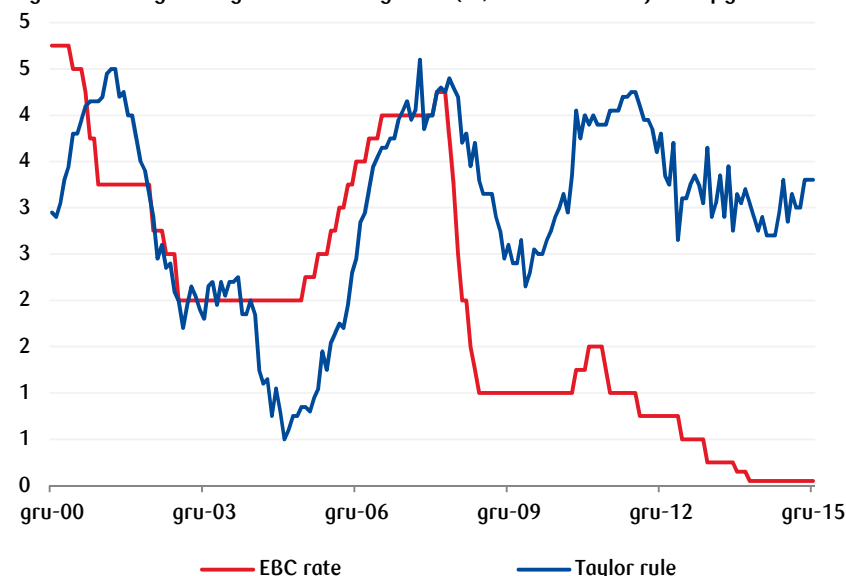
Źródło: Federal Reserve  
18 grudnia 2015

W I kw. 2016 r. spodziewać się również można powrotu spekulacji odnośnie ewentualnego poluzowania polityki pieniężnej przez EBC, wzmacniających europejski rynek stopy procentowej. Część uczestników rynku może zakładać, że bank centralny będzie rozważał podjęcie decyzji o zwiększeniu skali skupu aktywów w strefie euro, która celowo przed grudniowym posiedzeniem Fed mogła zostać wstrzymana (by nie ograniczać amerykańskiemu bankowi centralnemu przestrzeni do podwyżki stóp). Poza samym wzrostem skali programu skupu aktywów, EBC będzie niedługo musiał podjąć decyzję w sprawie wysokości stopy depozytowej w związku z realizacją QE. Aktualnie po grudniowej 10-punktowej redukcji stopa depozytowa wynosi teraz minus 0,2%. Warto przy tym jednak zwrócić uwagę, że stawki na rynku pieniężnym w EUR w terminie 1M obniżyły się już do poziomu -0,19%, natomiast 3-miesięczne do -0,13%. Ujemna jest również krzywa IRS w terminach do 3 lat (opartych na EURIBOR 3M). Jeśli EBC będzie kontynuował swoją politykę ekspansji monetarnej stopy rynkowe spadną do poziomu stopy depozytowej, zmniejszając tym samym skuteczność realizowanego programu skupu aktywów i zmuszając tym samym bank centralny do skorygowania wysokości stóp procentowych (zapewne w takiej sytuacji banki lokowałyby też więcej środków na depozycie EBC, redukując płynność systemu finansowego). W takiej decyzji pomagać będą prognozy makroekonomiczne w zakresie kształtowania się wzrostu gospodarczego jak i ścieżki przyszłej inflacji. W obu przypadkach prognozy EBC i rynkowe systematycznie korygowane są w dół mimo poluzowania polityki pieniężnej w strefie euro oraz silnej deprecjacji euro. Chociaż patrząc na zachowania rynku decyzje EBC mają mniejsze znaczenie dla inwestorów niż decyzje Fed, to jednak przy prawdopodobnej stabilizacji oczekiwań w Stanach Zjednoczonych potencjalne decyzje EBC, a nawet spekulacje rynkowe mogą wesprzeć polski rynek długu w najbliższych miesiącach.

Rynek w I kw. 2016 r. może powrócić do tematu luzowania polityki pieniężnej w strefie euro.

Nie jest wykluczone, że EBC zdecyduje się jeszcze raz na obniżenie stopy depozytowej, a nawet na rozszerzenie wartości QE.

Wykres 14 Reguła Taylora dla strefy euro (% , na bazie inflacji i stopy bezrobocia).



\*W okresie 2001-2008 współczynnik  $R^2$  wyniósł 79%. Po tym okresie korelacja była znacznie niższa.

Źródło: Bloomberg

### W I kw. 2016 r. rentowności 10-letnich obligacji wciąż blisko 3%.

W oparciu o powyższe założenia makroekonomiczne, a także oczekiwania dotyczące kształtowania się przyszłych stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach opracowaliśmy prognozy dla rynku stopy procentowej. W naszych projekcjach braliśmy również pod uwagę, także inne czynniki, które wpływają na wyceny papierów skarbowych tj. przepływy kapitału na rynku pierwotnym,

sytuacja na globalnym rynku stopy procentowej, premia za ryzyko Polski (poszczególne czynniki szerzej zostały omówione w niniejszym materiale).

Prognozy wzmacniają wyniki uzyskane na podstawie modeli ekonometrycznych, zbudowanych na bazie regresji dla rynku obligacji (dla sektorów 2-, 5- i 10-letniego). Model opisany jest następującym równaniem (dla obligacji zastosowane zostały jednakowe parametry):

$$\ln(MODEL_{OS}) = \beta_1 * \ln(CPI) + \beta_2 * \ln(rEURPLN) + \beta_3 * \ln(rWIBOR6M) + \beta_4 * \ln(BUND 10Y)$$

gdzie:

- CPI – miesięczna zmiana indeksu cen konsumpcyjnych publikowana przez GUS (r/r),
- rEURPLN – kurs walutowy urealniony indeksem CPI dla Polski i strefy euro,
- rWIBOR6M – urealniony indeksem CPI poziom stawki WIBOR6M,
- BUND10Y – YTM dla niemieckich obligacji skarbowych.

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 2-LETNICH

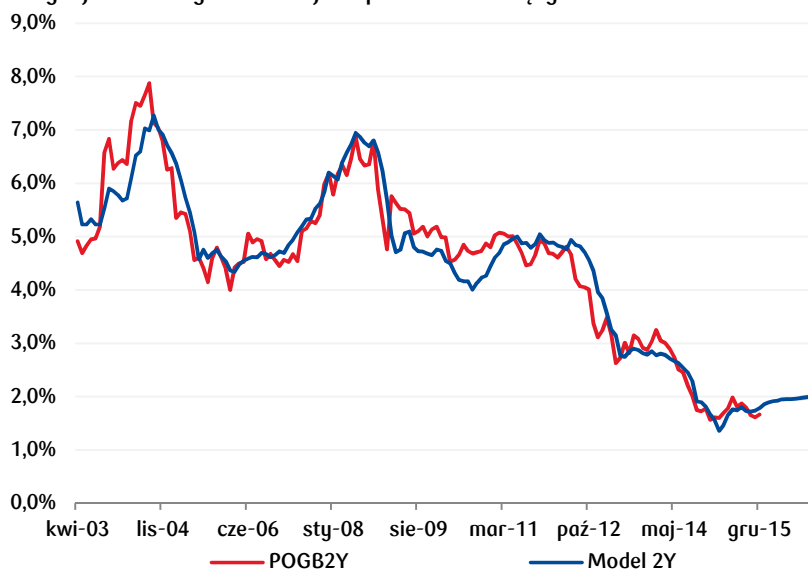
Tabela 5 Założenia modelu

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
$\ln(rEURPLN)$	0,00298	0,001117	0,0084
$\ln(rWIBOR6M)$	0,719655	0,028043	0,0000
$\ln(BUND10Y)$	0,255466	0,060819	0,0000
$\ln(CPI)$	0,828347	0,034626	0,0000

\* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I-(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

### Wykres 15 Model sugeruje potencjał do korekcyjnego wzrostu rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w relacji do poziomów bieżących.



Adjusted R<sup>2</sup> = 97,30%

Test Jarque-Berra: 1,06 (p-value: 0,59)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 5-LETNICH

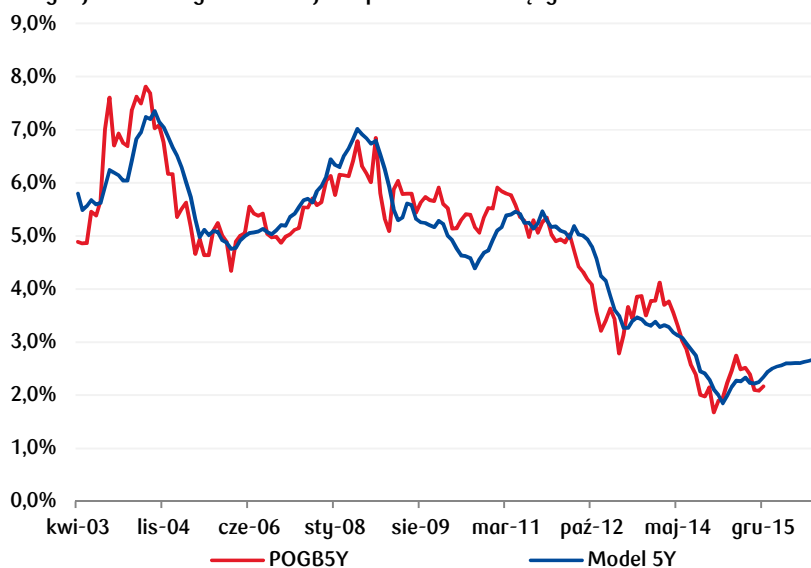
Tabela 6 Założenia modelu

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
$\ln(r_{EURPLN})$	0,009863	0,001453	0,0000
$\ln(r_{WIBOR6M})$	0,50235	0,036476	0,0000
$\ln(BUND10Y)$	0,32294	0,079107	0,0001
$\ln(CPI)$	0,678315	0,045038	0,0000

\* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I-(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS - Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

### Wykres 16 Model sugeruje potencjał do lekkiego wzrostu rentowności 5-letnich obligacji skarbowych w relacji do poziomów bieżących.



Adjusted  $R^2 = 94,38\%$

Test Jarque-Bera: 2,04 (p-value: 0,36)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

### MODEL DLA POLSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH 10-LETNICH

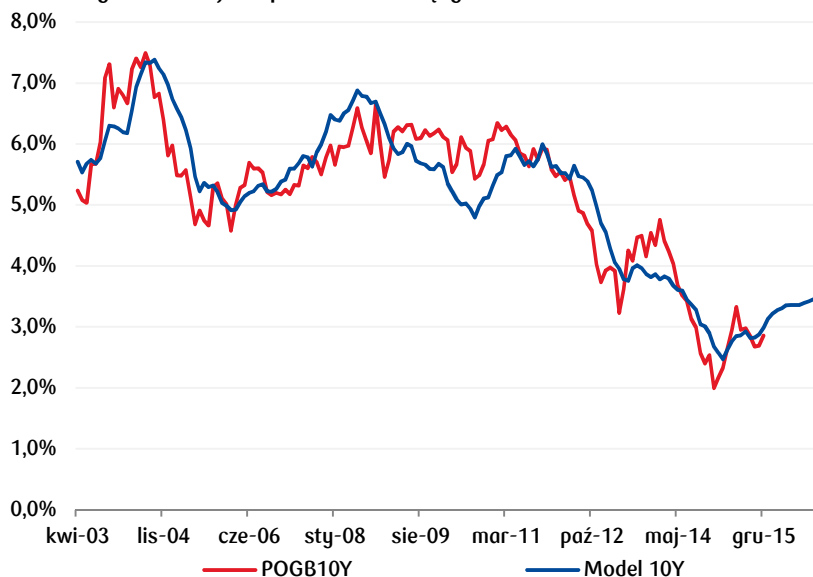
Tabela 7 Założenia modelu

Zmienna	Parametr	Błąd standardowy	Prawdopodobieństwo
$\ln(r_{EURPLN})$	0,017654	0,001567	11,26475
$\ln(r_{WIBOR6M})$	0,333887	0,039341	8,486932
$\ln(BUND10Y)$	0,22535	0,085323	2,641155
$\ln(CPI)$	0,602396	0,048577	12,40094

\* Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I-(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS - Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

Wykres 17 Model sugeruje potencjał do wzrostu rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w relacji do poziomów bieżących.



Adjusted R<sup>2</sup> = 90,75%

Test Jarque-Bera: 1,86 (p-value: 0,39)

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

### Wzrost emisji papierów skarbowych negatywnie wpłynie na rynek długu.

Rosnąca podaż papierów skarbowych na rynku pierwotnym będzie czynnikiem osłabiającym polski rynek długu. Mimo zapowiadanych przez rząd zmian w zakresie dochodów i wydatków deficyt budżetowy w 2016 r. ma wynieść 54,7 mld PLN, czyli praktycznie tyle samo, ile przewidziano w poprzedniej wersji ustawy budżetowej na przyszły rok (w poprzedniej wersji projektu była to kwota 54,6 mld PLN). A zatem, również potrzeby pożyczkowe nie powinny ulec zmianie w zakresie ogólnego poziomu. Dotychczas nie zostały podane szczególne struktury finansowania, dlatego obowiązującym dokumentem pozostaje stara ustawa budżetowa złożona w Sejmie RP jeszcze przez poprzedni rząd. Takie założenie wspierają też wypowiedzi ministra finansów, który mówił, że nie przewiduje wielu znaczących modyfikacji w ramach nowelizacji budżetu, a także wcześniejszych wypowiedzi przedstawicieli PiS, którzy co do zasady w dużej mierze zdawali się potwierdzać kierunek dotychczasowej strategii zarządzania długiem.

Według dotychczas publikowanych informacji potrzeby pożyczkowe brutto w 2016 r. mają wzrosnąć w okolice 180 mld PLN. Ta kwota wynika głównie z deficytu budżetu – 54,7 mld PLN, deficytu budżetu środków unijnych – 9,2 mld PLN, refundacji dla ZUS – 3,2 mld PLN, a także konieczności wykupu obligacji skarbowych. Oznacza to znaczący wzrost potrzeb finansowania w porównaniu z 2015 r., kiedy to przed nowelizacją tegorocznego budżetu potrzeby wynosiły 154,8 mld PLN.

Potrzeby pożyczkowe na 2015 r. zostały już sfinansowane i Ministerstwo Finansów rozpoczęło prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Stopień ich prefinansowania obniży się jednak nieznacznie ze względu na nowelizację tegorocznego budżetu. Według wypowiedzi Ministerstwa Finansów deficyt budżetu w 2015 r. ma wzrosnąć do 49,98 mld PLN, czyli o 3,9 mld PLN w porównaniu do pierwotnej wersji złożonej w Sejmie RP.

Ministerstwo Finansów wskazywało w projekcie ustawy budżetowej, że potrzeby pożyczkowe netto w 2016 r. wyniosą 73,7 mld PLN. Mają one zostać sfinansowane ze źródeł krajowych w kwocie 47,6 mld PLN (emisje skarbowych

Większe emisje papierów skarbowych w 2016 r. będą ciężką ciążą dla rynku długu.

Ministerstwo Finansów już rozpoczęło proces prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.

papierów wartościowych) oraz zagranicznych w wysokości 26,1 mld PLN. Struktura finansowania ze źródeł krajowych została przedstawiona w Tabeli 8.

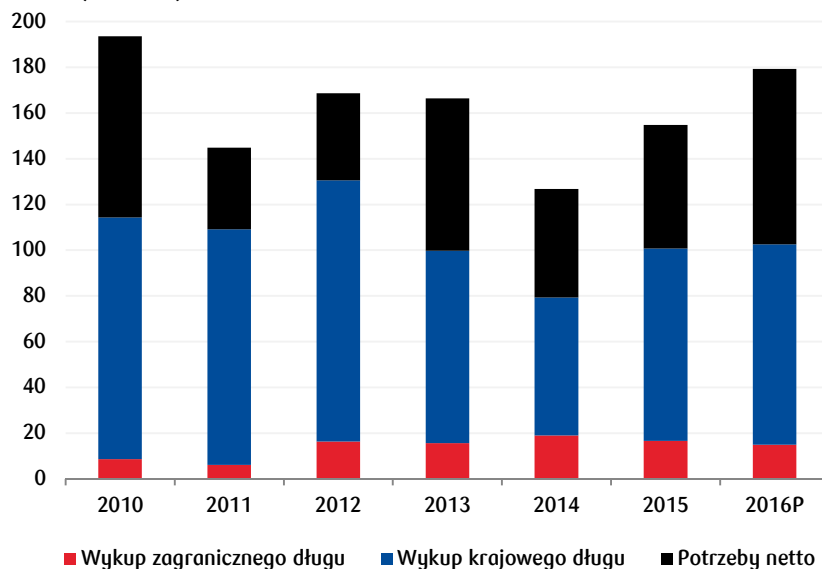
Tabela 8 Planowane emisje rynkowych skarbowych papierów wartościowych nominowanych w PLN (mld PLN).

Instrument	Saldo	Przychody
<b>Skarbowe papiery wartościowe rynkowe</b>	<b>47,6</b>	<b>133,2</b>
1. Bony skarbowe	7,9	7,9
2. Obligacje skarbowe	39,7	125,3
w tym, obligacje serii WZ o zmiennym kuponie	35,6	35,6

\*saldo – oznacza ujęcie netto emisji w 2016 r. (po odjęciu wykupów), z kolei przychody ujęcie brutto (łącną wartość emisji, bez uwzględnienia wykupu obligacji).

Źródło: projekt ustawy budżetowej na 2016 r. złożony w Sejmie RP.

Wykres 18 Potrzeby pożyczkowe w 2016 r. będą jednymi z wyższych w ostatnich latach (mld PLN)



\*2016 r. uwzględnia założenia zawarte w projekcie budżetu na przyszły rok, złożonego w Sejmie RP

Źródło: Ministerstwo Finansów

W celu sfinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych Ministerstwo Finansów zamierza wyemitować papiery skarbowe o łącznej wartości 133 mld PLN, co w przeliczeniu daje miesięczne emisje w wysokości ponad 11 mld PLN. Podobnie jak w ostatnich latach, główny ciężar finansowania przypadnie i tym razem na obligacje skarbowe o stałym kuponie. MF planuje wyemitowanie obligacji skarbowych o stałym kuponie na kwotę 84,4 mld PLN. Dodatkowo pierwszy raz od dłuższego czasu resort finansów będzie emitował bony skarbowe o wartości 7,9 mld PLN, co pokazuje próbę poszukiwania szerszej grupy nabywców.

Chociaż zakładamy, że Ministerstwo Finansów wciąż będzie preferowało emisje papierów o dłuższych terminach zapadalności, to jednak ze względu na ograniczony popyt będzie musiało poszerzyć ofertę. Z tego powodu m.in. zwiększona zostanie też pula obligacji o zmiennym kuponie serii WZ, a także wystawione zostaną do sprzedaży wspomniane bony skarbowe. Dobór emitowanych obligacji będzie w naszej ocenie silnie skorelowany z oczekiwanym popytem ze strony inwestorów (na ile uda się uplasować emisje dłuższych papierów). MF liczy głównie na krajowy sektor bankowy, który ma kupić w ujęciu netto dużą część papierów nominowanych w PLN. Warto też zwrócić uwagę na fakt, że według tych założeń wartość obligacji WZ pozostających w obrocie ma się zwiększyć z obecnych około 121 mld PLN w

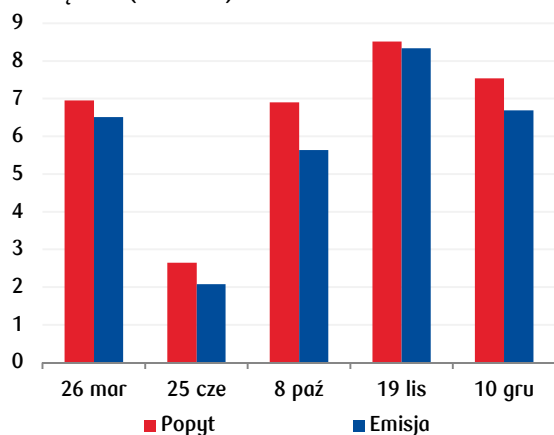
Według dotychczasowych deklaracji MF miesięczne emisje papierów skarbowych będą musiały średnio utrzymywać się na poziomie 11 mld PLN.

Oferta papierów skarbowych na rynku pierwotnym może zostać poszerzona.



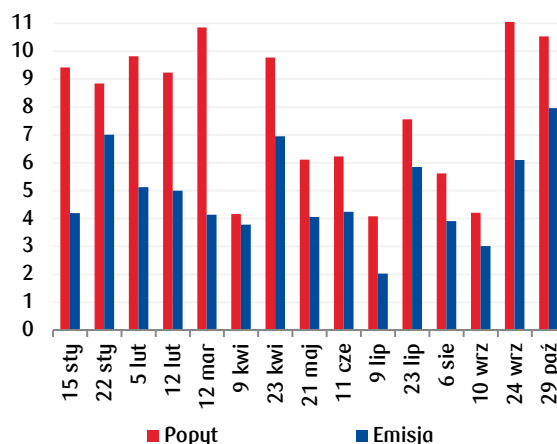
poblże 156 mld PLN. To może oddziaływać w kierunku dalszego wzrostu kosztu emisji papierów opartych na zmiennym kuponie.

**Wykres 19** Wartość tegorocznych emisji obligacji skarbowych na aukcjach zamiany w poszczególnych miesiącach (mld PLN).



Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykres 20** Popyt na tegorocznych regularnych aukcjach obligacji skarbowych (mld PLN).



Źródło: Ministerstwo Finansów

W kontekście w I kw. 2016 r. warto zwrócić uwagę na fakt, że pod koniec tego roku Ministerstwo Finansów zaplanowało organizację aukcji obligacji skarbowych w ramach aukcji zamiany. W efekcie, po to by wyemitować nowe papiery nie potrzebny był napływ nowych środków na rynek pierwotny. Dodatkowym czynnikiem łagodzącym potencjalne napięcia na rynku pierwotnym był w październiku wykup obligacji DS1015 i wypłata odsetek. W tym kontekście testem dla rynku będzie początek 2016 r., kiedy to MF powróci do organizacji regularnych aukcji papierów skarbowych wymagających już napływu nowego kapitału. Czynnikiem ryzyka będzie tu m.in. proces zaostrzania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, ciężący na rynkach wschodzących (widać odpływ kapitału ku aktywom amerykańskim), a także sytuacja polskiego sektora bankowego, który będzie znajdować się pod presją regulacji prawnych zmniejszających w naturalny sposób apetyt na nowe inwestycje. To też może być czynnik podtrzymujący podwyższony poziom discount margin w przypadku papierów serii WZ (poza wzrostem wartości samych emisji). W krótkim okresie te czynniki ryzyka będą częściowo równoważone przez styczniowy wykup OK0116, wypłatę odsetek w styczniu od obligacji oraz wysoką nadpłynność sektora bankowego.

Testem dla rynku będzie powrót do regularnych aukcji na początku 2016 r. Czynnikiem łagodzącym potencjalne napięcia będzie styczniowy wykup OK0116.

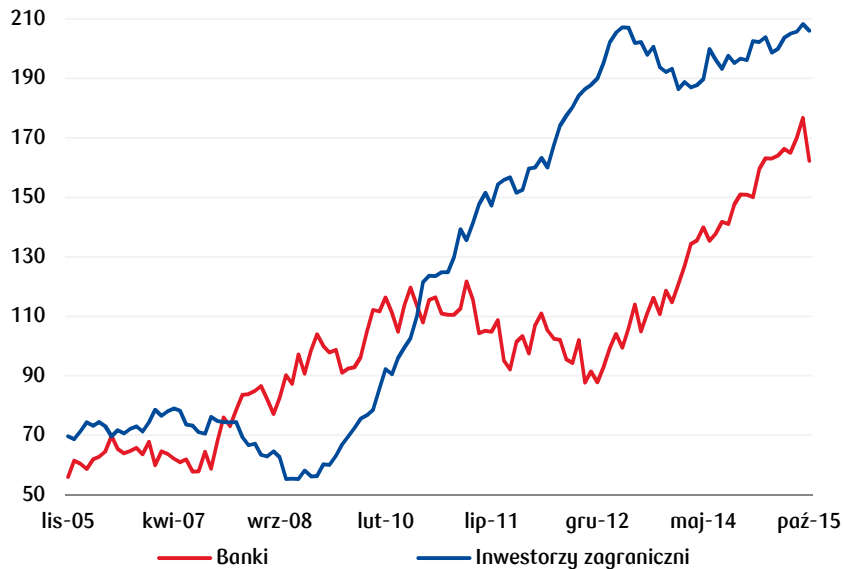
**Tabela 9** Zmiany wartości portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN w ramach poszczególnych grup inwestorów (mld PLN)

Data	Banki	Nierezydenci	ZU	OFE	TFI	Pozostali	RAZEM
2009	14,9	23,3	-9,9	10,4	2,8	4,5	46,0
2010	-1,6	46,2	5,7	5,9	3,4	4,5	64,2
2011	-7,1	27,7	-3,9	5,2	1,4	0,1	23,4
2012	-15,5	37,4	-2,7	-4,8	10,1	0,8	25,1
2013	26,9	3,3	-0,8	8,4	5,0	4,2	47,0
2014	36,1	2,8	0,9	-122,4	0,1	0,0	-82,5*
I-X 2015	11,4	10,0	-2,5	-0,5	4,0	0,0	22,5

\*zmiana wyniku z umorzenia portfela obligacji skarbowych OFE o wartości nominalnej na koniec stycznia 126,1 mld PLN

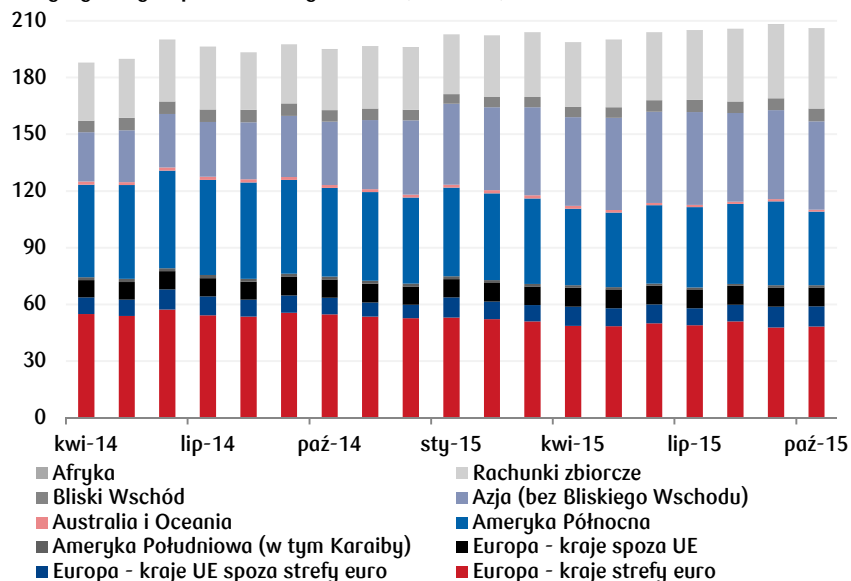
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 21 Wartość portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN utrzymywanych przez polskie banki i inwestorów zagranicznych (mld PLN)



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 22 Wartość portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN utrzymywanych przez nierezydentów (mld PLN)



Źródło: Ministerstwo Finansów

Podstawowymi nabywcami polskich obligacji skarbowych w latach 2009-2012 byli inwestorzy zagraniczni. Zmiana nastąpiła dopiero w czerwcu 2013 r., kiedy pojawiły się pierwsze spekulacje odnośnie *taperingu* w USA. Od tego czasu nie obserwujemy już maszynego napływu kapitału zagranicznego, a widoczna jest raczej stabilizacja portfeli obligacji skarbowych nominowanych w PLN utrzymywanych przez inwestorów zagranicznych. Głównym nabywcą polskich obligacji skarbowych stały się z kolei polskie banki, chociaż w 2015 r. dołączyli do nich inwestorzy zagraniczni. Według danych na koniec października, portfele nierezydentów w tym roku wzrosły do poziomu 206 mld PLN (w październiku odnotowany został historyczny rekordowy poziom 208 mld PLN). Ciekawe było jednak to, że za wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych odpowiadało głównie rosnące zaangażowanie podmiotów pochodzących z Azji. Dla odmiany inwestorzy amerykańscy i europejscy wycofywali się z naszego rynku.

W ostatnich miesiącach portfele obligacji nierezydentów osiągnęły wartości rekordowe. Kapitał w ostatnich miesiącach pochodził jednak głównie z Azji.

### EUR/USD W 2016 ROKU

Wskazania naszego modelu behawioralnego realnego EUR/USD sugerują, że bieżąca równowaga kursu znajduje się w okolicach 1,15.

Spokojna reakcja rynków finansowych na pierwszą fazę podwyżek stóp w USA oraz brak istotniejszych zmian w polityce monetarnej EBC w pierwszej połowie 2016 roku powinny umocnić euro wobec dolara w strefę 1,10 – 1,15.

Kontynuacja podwyżek stóp w USA w drugiej połowie roku oraz dalsze luzowanie polityki monetarnej w strefie euro w rezultacie narastającej presji deflacyjnej powinno do końca 2016 roku osłabić kurs EUR/USD w okolice poziomu 1,02.

### EUR/PLN W 2016 ROKU

Nasz model realnego EUR/PLN wskazuje na dalszą deprecjację złotego w perspektywie końca 2016 roku.

W perspektywie pierwszego półrocza 2016 roku zakładamy jednak umocnienie złotego, ze względu na pozytywne oddziaływanie rozszerzonej ekspansji ilościowej EBC (po opadnięciu fali rozczarowania małą skalą poluzowania polityki monetarnej w grudniu 2015 roku, jej pozytywne dla złotego efekty powinny się zacząć stopniowo ujawniać) oraz spokojną reakcję rynków w pierwszej fazie podwyżek stóp w USA (ponieważ decyzja Fed-u była długo przeciągana, rynek wcześniej zdyskontował jej pierwsze efekty).

W drugiej części 2016 roku, skumulowane efekty dalszych spadków cen ropy naftowej na globalnych rynkach, kontynuacji spowolnienia chińskiej gospodarki i wynikającej z tego deprecjacji juana a także dalszych podwyżek stóp procentowych w USA powinny wyraźnie pogorszyć sentyment wobec walut rynków wschodzących, w tym i wobec złotego.

Ewentualne poluzowanie polityki monetarnej w strefie euro w dalszej części roku może mieć już tylko umiarkowanie pozytywny wpływ na notowania złotego, gdyż dla jej efektywnego oddziaływania na złotego potrzebny jest pozytywny sentyment wobec rynków wschodzących, o który w dalszej części 2016 roku będzie trudno.

Oslabienie złotego w drugiej połowie roku nie będzie wynikiem spowolnienia wzrostu PKB w Polsce czy innych wewnętrznych problemów gospodarczych ale negatywnego oddziaływania niekorzystnych tendencji występujących w gospodarce globalnej.

## PODSUMOWANIE 2015 ROKU

Rok 2015 charakteryzował się bardzo dużą zmiennością na rynku eurodolara oraz eurozłotego. EUR/USD oscylował pomiędzy 1,26 a 1,04 a EUR/PLN pomiędzy 4,37 a 3,96.

### Na rynku EUR/USD dynamika zmian kursu w 2015 roku była dyktowana przede wszystkim przez:

- ekspansję ilościową EBC oraz spekulacje odnośnie jej dalszego rozszerzenia,
- obawy związane z możliwością opuszczenia strefy euro przez Grecję,
- zmienne oczekiwania odnośnie terminu podwyżek stóp procentowych w USA,

Spowalniająca koniunktura oraz rosnąca presja deflacyjna w strefie euro skłoniły EBC do uruchomienia dodatkowych instrumentów luzowania polityki pieniężnej w postaci rozszerzenia ekspansji ilościowej. Efektem tego była dalsza kontynuacja trwającej od połowy 2014 roku deprecjacji kursu euro wobec dolara. Była ona dodatkowo napędzana oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych w USA przez co kurs EUR/USD od początku roku do połowy marca spadł z ok. 1,21 do 1,05. Dopiero bardziej gołębia retoryka Fed-u odnośnie perspektyw podwyżek stóp w USA związana z pogorszeniem danych makroekonomicznych umożliwiła powstrzymanie dalszej deprecjacji eurodolara w końcówce I kwartału oraz jego aprecjację w pierwszej połowie II kwartału (do połowy maja EUR/USD osiągnął poziom 1,15). Rosnące od drugiej połowy II kwartału obawy o bankructwo Grecji i w konsekwencji możliwe opuszczenie przez nią strefy euro spowodowało ponowny spadek kursu eurodolara poniżej poziomu 1,10. Pomimo, że na początku III kwartału udało się Grecji osiągnąć porozumienie z wierzycielami nie pomogło to znacząco umocnić wspólnej waluty wobec dolara. Stało się to możliwe dopiero w sierpniu, gdy kilkuprocentowa dewaluacja juana oraz panika na giełdzie w Szanghaju spowodowały, że rynki finansowe zaczęły wątpić w możliwość wrześniowych podwyżek stóp w USA przez co kurs EUR/USD poszybował do 1,17. Odwrócenie tych tendencji nastąpiło dopiero wraz z zapowiedziami M. Draghiego, który zasugerował możliwość znacznego poszerzenia w razie potrzeby spektrum instrumentów polityki monetarnej, dla stymulacji wzrostu w strefie euro. Pobudziło to spekulacje odnośnie rozszerzenia przez EBC dotychczasowego programu skupu aktywów, co wraz z serią lepszych danych z amerykańskiego rynku pracy zbiło na początku września kurs EUR/USD ponownie w okolice 1,10. Pomimo braku podwyżek stóp w USA we wrześniu, wyraźna sugestia Fed-u, że większość głoszących członków w dalszym ciągu opowiada się za podwyżkami stóp do końca 2015 roku pozwoliła utrzymać kurs eurodolara blisko dotychczasowych poziomów (1,12 na koniec września). Spadki kursu EUR/USD ponownie powróciły w październiku i listopadzie najpierw wraz z zapowiedzią M. Draghiego a potem innych oficjeli EBC, że grudniowe posiedzenie EBC przyniesie znaczące zmiany w polityce monetarnej w strefie euro. W ich efekcie eurodolar na początku grudnia spadł w okolice 1,05. Obniżenie stopy depozytowej o 0,1 p.p. z -0,2% do -0,3% oraz wydłużenie dotychczasowego programu skupu aktywów o 6 miesięcy bez zwiększenia jego comiesięcznej skali silnie rozczarowało rynki finansowe, w efekcie czego kurs EUR/USD w trakcie konferencji EBC 3 grudnia wzrósł

z ok. 1,06 aż do ok. 1,09. Pomimo sugestii jakie się pojawiały ze strony EBC w kolejnych dniach, że jest on gotów do dalszego luzowania polityki monetarnej w każdej formule jeżeli tylko zajdzie taka potrzeba eurodolar pozostał niewzruszony utrzymując się cały czas w okolicach strefy 1,09 - 1,10. Historyczna podwyżka stóp procentowych Fed-u jaka nastąpiła 16 grudnia (pierwsza od 2006 roku) w postaci podniesienia pasma wahań stopy funduszy federalnych z 0-0,25% do 0,25-0,5% nie zmieniła znacząco obrazu sytuacji na eurodolarze, który do 18 grudnia 2015 (dnia wydania niniejszego Kwartalnika Rynkowego) w dalszym ciągu pozostawał w okolicach bardzo blisko poziomów wyjściowych. Rynek podszedł bardzo spokojnie do sygnalizowanej przez Fed woli dokonania 3-4 przedziałowych (0 - 0,25%) podwyżek stóp w 2016 roku.

### Na rynku EUR/PLN dynamika zmian kursu w 2015 roku była dyktowana przede wszystkim przez:

- napięcia geopolityczne na Ukrainie i jej negatywne skutki w postaci sankcji gospodarczych na linii UE-Rosja,
- narastające procesy deflacyjne w polskiej gospodarce, które pobudziły oczekiwania na obniżki stóp oraz decyzje o dostosowaniu polityki monetarnej przez RPP,
- zaprzestanie obrony poziomu 1,20 na parze EUR/CHF przez SNB,
- ekspansję ilościową EBC oraz spekulacje odnośnie jej dalszego rozszerzenia,
- obawy związane z możliwością opuszczenia strefy euro przez Grecję,
- zmienne oczekiwania odnośnie terminu podwyżek stóp procentowych w USA,
- spowolnienie chińskiej gospodarki oraz słabnący juan uderzające w wycenę innych walut rynków wschodzących,

Eurozłoty rozpoczął nowy rok na wysokich poziomach (4,28) będących konsekwencją eskalacji napięć geopolitycznych na Ukrainie jakie nastąpiły w grudniu 2014. Silna deprecjacja rubla będąca ich rezultatem zrodziła obawy o stabilność sektora finansowego Rosji co osłabiło również waluty regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w tym i złotego. Zaprzestanie 15 stycznia 2015 roku obrony kursu EUR/CHF na poziomie 1,20 spowodowało silną aprecjację franka nie tylko wobec euro ale również złotego. Nieoczekiwany ruch SNB wpłynął również na osłabienie złotego wobec euro ze względu na obawy o wpływ silnego franka wobec euro na płynność obsługi frankowych kredytów hipotecyjnych, które mają istotny udział w portfelu hipotecyjnym polskiego sektora bankowego. Rezultatem tego był wzrost kursu EUR/PLN do około 4,34. Rozszerzenie skali skupu aktywów przez EBC o skup obligacji skarbowych osłabiło euro na globalnych rynkach na czym skorzystał również polski złoty umacniając się poniżej poziomu 4,20 wobec euro. Stopniowa aprecjacja złotego poniżej 4,10 w dalszej części kwartału wynikała z ogłoszenia przez RPP końca cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce oraz komentarza prezesa M. Belki, który stwierdził, że spodziewa się umocnienia złotego. Gołębi w swym wydzwieku komunikat FOMC w marcu oddalający perspektywę pierwszej podwyżki stóp w USA umożliwił zejście kursu EUR/PLN poniżej 4,10 na koniec I kwartału 2015 roku a na początku II kwartału przełamanie psychologicznego poziomu 4 zł (3,96). Dalsze umacnianie się złotego wobec euro zostało powstrzymane przez spowalnianie chińskiej gospodarki oraz stopniowo narastającą niepewność co do rezultatu negocjacji pomocy dla Grecji. Efektem tego

była stopniowa deprecjacja złotego wobec euro, która trwała aż do początków III kwartału, kiedy ogłoszono osiągnięcie porozumienia z Grecją. W przeciwieństwie do rynku eurodolara na którym nie było widać wyceny ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro, na rynku eurozłotego obawy o materializację takiego scenariusza przekładały się na osłabienie złotego wobec euro, pomimo, że Grecja zajmuje raczej ostatnie miejsce wśród parterów handlowych polskiej gospodarki. W rezultacie zanim ostatecznie doszło do porozumienia, kurs EUR/PLN wzrósł do około 4,24 a po ogłoszeniu sukcesu negocjacyjnego w ciągu kilku dni złoty umocnił się aż do poziomu 4,10. Od połowy lipca aż do końca sierpnia eurozłoty zaczął jednak ponownie rosnąć wraz ze wzrostem obaw o skutki wpływu spowolnienia w Chinach na inne rynki wschodzące oraz rosnącymi oczekiwaniami na rychłe podwyżki stóp procentowych w USA. W efekcie na początku września EUR/PLN osiągnął okolice 4,25. Do posiedzenia FOMC w dniach 16-17 września złoty stopniowo zyskiwał na wartości wobec euro na tle wątpliwości czy sytuacja w Chinach nie powstrzyma Fed-u przed podwyżkami stóp. W efekcie kurs EUR/PLN przekroczył nawet poziom 4,20 ale sugestie Fed-u, że brak podwyżek stóp we wrześniu nie oznacza rezygnacji z podwyżek w 2015 roku spowodowały, że ponownie wzrósł on do 4,25. W bliskich okolicach tego poziomu eurozłoty pozostał, aż do początku grudnia kiedy to EBC zdecydował się na obniżenie stopy depozytowej i wydłużenie o 6 miesięcy realizowanego dotychczas programu skupu aktywów. Choć co do zasady luzowanie polityki monetarnej w strefie euro powinno osłabić euro wobec złotego jednak silne rozczarowanie związane z małą skalą luzowania w stosunku do wcześniejszych zapowiedzi M. Draghiego i innych oficjeli EBC spowodowało silne i gwałtowne umocnienie euro na wszystkich rynkach, w tym również i wobec złotego (kurs EUR/PLN do połowy grudnia doszedł aż do 4,37). Korekta na korzyść złotego przyszła dopiero po historycznej decyzji Fed-u o podniesieniu stóp procentowych 16 grudnia do przedziału 0,25 - 0,50%. Ostrożna przedziałowa podwyżka stóp upewniła rynki w przekonaniu, że kolejne podwyżki będą następowały bardzo powoli co wydatnie uspokoiło je dzięki czemu kurs EUR/PLN szybko spadł poniżej 4,30. Pozostał na nich aż do końca dnia w którym wydano niniejszy materiał (18 grudnia 2015 roku).

## PROGNOZY KWARTALNE NA 2016 ROK

PROGNOZA BIURA STRATEGII RYNKOWYCH (kurs rynkowy na koniec okresu)						
	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16
EUR/USD	1,08 (1,12)	1,10 (1,08)*	1,13	1,10	1,06	1,02
EUR/PLN	4,25 (4,25)	4,27 (4,27)*	4,23	4,27	4,33	4,40
USD/PLN (EUR/PLN : EUR/USD)	3,93 (3,80)	3,88 (3,95)*	3,74	3,88	4,08	4,31
CHF/PLN (EUR/PLN : EUR/CHF)	4,01 (3,90)	3,88 (3,97)*	3,92	3,92	4,01	4,11
EUR/CHF	1,06 (1,09)	1,10 (1,08)*	1,08	1,09	1,08	1,07

\*Kurs rynkowy na koniec 18 grudnia 2015 – dnia publikacji niniejszego Kwartalnika Rynkowego

Źródło: PKO Bank Polski, Thomson Reuters

## EUR/USD W 2016 ROKU POD WPŁYWEM PODWYŻEK STÓP W USA ORAZ DALSZEGO LUZOWANIA POLITYKI MONETARNEJ W STREFIE EURO

Dla wyciągnięcia wniosków odnośnie kształtowania się kursu EUR/USD w 2016 roku posłużymy się modelem o nieco zmodyfikowanej strukturze w stosunku do naszego modelu realnego kursu EUR/CHF z Raportu Specjalnego „EUR/CHF – powolna deprecjacja franka do końca 2015 roku” z dnia 24 marca 2015 roku. Strukturę modelu opisuje równanie (1) oraz Tabela 1.

$$(1) \ln(eurusd_t^{cpi}) = 0,30094 + 1,6939 \ln\left(\frac{exp_t^{EZ,ppi}}{imp_t^{EZ,hicp}} / \frac{exp_t^{US,ppi}}{imp_t^{US,cpi}}\right) + 0,58288 \ln\left(\frac{s_t^{US,cpi}}{s_t^{EZ,hicp}}\right) + 2,73601 \ln\left(\frac{m_t^{EZ,hicp}}{m_t^{US,cpi}}\right) + \varepsilon_t$$

Adj.  $R^2 = 0,7549$

Jarque – Bera test = 0,0487 {0,9760}

Breusch – Godfrey LM test = -106,559 {1,0000}

Breusch – Pagan – Godfrey test = 0,2529 {0,6150}

Tabela 1. Zmienne modelu realnego EUR/USD

Zmienna	Parametr	(Błąd standardowy)	{Prawdopodobieństwo}
stała	0,30094	(0,01344)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{exp_t^{EZ,ppi}}{imp_t^{EZ,hicp}} / \frac{exp_t^{US,ppi}}{imp_t^{US,cpi}}\right)$	1,6939	(0,31742)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{s_t^{US,cpi}}{s_t^{EZ,hicp}}\right)$	0,58288	(0,06286)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{m_t^{EZ,hicp}}{m_t^{US,cpi}}\right)$	2,73601	(0,26680)	{0,0000}

\*Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I~(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

Objaśnienia:  $eurusd_t^{cpi}$  - logarytm kursu EUR/USD urealnionego indeksami cen konsumentów strefy euro i USA w okresie t;  $exp_t^{EZ,ppi}$  - ceny eksportowe strefy euro w okresie t podzielone przez indeks PPI strefy euro w okresie t;  $imp_t^{EZ,hicp}$  - ceny importowe strefy euro w okresie t podzielone przez indeks HICP strefy euro w okresie t;  $exp_t^{US,ppi}$  - ceny eksportowe USA w okresie t podzielone przez amerykański indeks PPI w okresie t;  $imp_t^{US,cpi}$  - ceny importowe USA w okresie t podzielone przez amerykański indeks CPI w okresie t;  $s_t^{US,cpi}$  - iloraz amerykańskiego indeksu giełdowego MSCI oraz amerykańskiego indeksu CPI;  $s_t^{EZ,hicp}$  - iloraz indeksu giełdowego MSCI strefy euro oraz indeksu HICP strefy euro;  $m_t^{EZ,hicp}$  - iloraz agregatu M3 strefy euro w okresie t względem indeksu HICP strefy euro w okresie t;  $m_t^{US,cpi}$  - iloraz amerykańskiego agregatu M3 w okresie t (obliczonego metodą zaprezentowaną w publikacji: „United States Economic Focus: What would M3 be telling us now?”, Capital Economics, 27.02.2007) względem indeksu CPI USA w okresie t;  $\varepsilon_t$  - zmienna losowa w okresie t;  $\ln$  - logarytm naturalny.

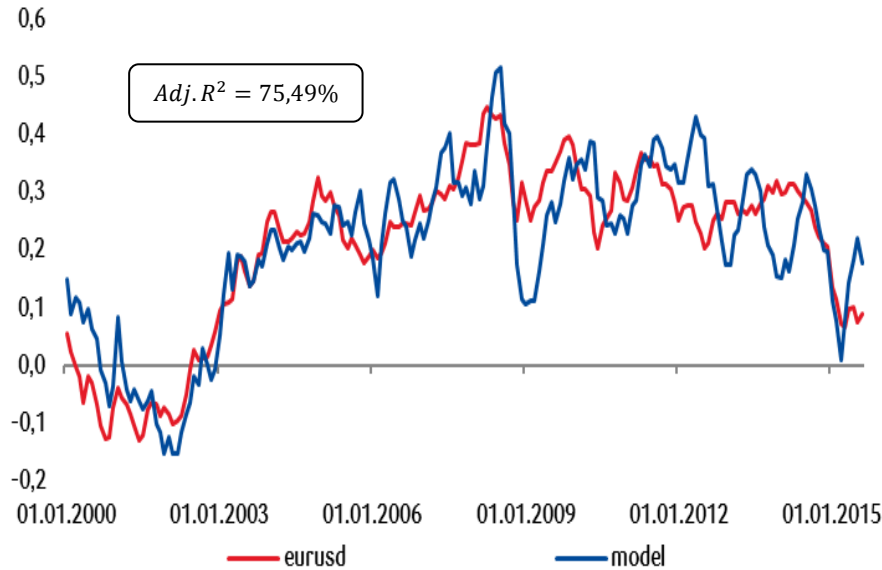
Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

Graficzny rezultat modelowania przedstawia Wykres 1. Komponenty składowe modelu realnego eurodolara w formie graficznej przedstawiają Wykres 2, Wykres 3 oraz Wykres 4. Analizując szczegółowo części składowe naszego modelu realnego EUR/USD, zmienna

$\left(\frac{exp_t^{EZ,ppi}}{imp_t^{EZ,hicp}} / \frac{exp_t^{US,ppi}}{imp_t^{US,cpi}}\right)$ , jest przybliżoną miarą realnej równowagi handlu

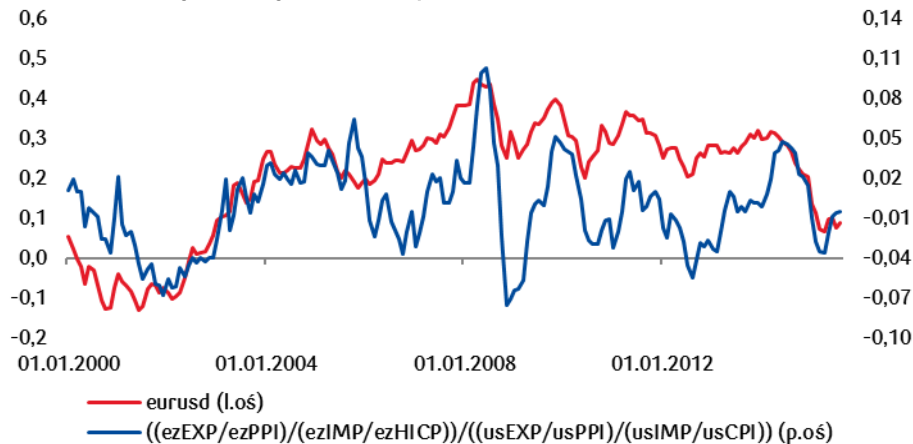
Nasz model realnego EUR/USD wskazuje, że bieżąca równowaga tego kursu znajduje się w okolicach poziomu 1,15.

**Wykres 1. Realny EUR/USD na tle naszego modelu (skala logarytmiczna). Nasz model wskazuje na bieżącą równowagę kursu w okolicach 1,15.**



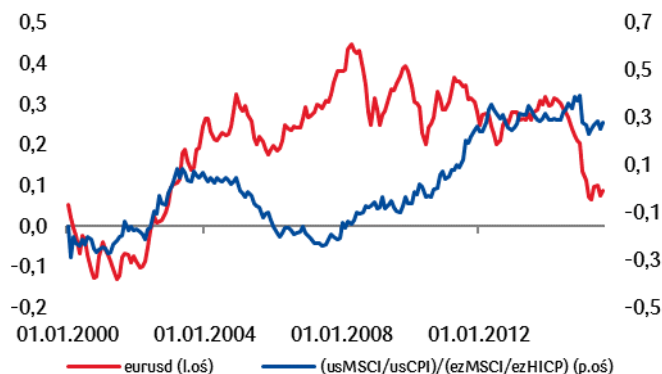
Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

**Wykres 2. Realny EUR/USD na tle równowagi handlu zagranicznego. Równowaga handlu zagranicznego wskazuje, że dolar nieco przewartościowany, co potencjalnie działa na niekorzyść amerykańskich eksporterów.**



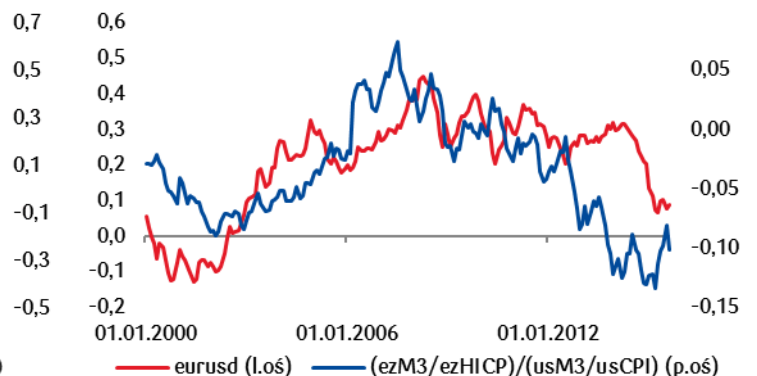
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 3. Realny EUR/USD na tle relatywnej równowagi rynków giełdowych USA i strefy euro. Równowaga rynków giełdowych sprzyja aprecjacji euro względem dolara.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 4. Realny EUR/USD na tle relatywnego popytu na kredyt w strefie euro i USA. Aktualne poziomy relacji popytu na kredyt w strefie euro i USA wskazują na dalszą aprecjację dolara.**



Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski



zagranicznego strefy euro i USA. Iloraz realnych indeksów giełdowych

MSCI USA względem strefy euro  $\left(\frac{s_t^{US,cpi}}{s_t^{EZ,hicp}}\right)$  reprezentuje relatywną

równowagę rynków giełdowych. Iloraz  $\left(\frac{m_t^{EZ,hicp}}{m_t^{US,cpi}}\right)$  reprezentuje relację

popytu na kredyt w strefie euro i USA. W naszym modelu przyjmujemy, że popyt na kredyt jest odwrotnością podaży kredytu (w naszym modelu odwrotnością M3) przez co jego wzrost w czasie jest pozytywny dla danej waluty, gdyż wiąże się z takimi czynnikami jak m.in. wzrost PKB.

Nasz model realnego kursu EUR/USD wskazuje, że bieżący kurs równowagi tej pary walutowej znajduje się w okolicach 1,15. Z porównania wykresów przedstawiających zmienne modelu (**Wykres 2, Wykres 3, Wykres 4**) wynika, że EUR/USD przekroczył już poziom równowagi sfery realnej reprezentowanej przez równowagę handlu zagranicznego a presja na dalszą aprecjację dolara wobec euro jest stymulowana przede wszystkim przez aktualną równowagę rynków kredytowych. Na niekorzyść dolara działa natomiast równowaga handlu zagranicznego i rynków kapitałowych.

Ponieważ równowaga rynku giełdowego i kredytowego jest w dużym stopniu kształtowana przez polityki banków centralnych z tego powodu warto się bliżej przyjrzeć przesłankom stojącym za decyzjami Fed-u i EBC oraz przeanalizować dalszą perspektywę polityk monetarnych tych dwóch instytucji.

Nasz model wskazuje, że presja na aprecjację dolara wobec euro jest stymulowana przede wszystkim przez aktualną równowagę rynków kredytowych. Równowagi handlu zagranicznego oraz rynków kapitałowych sprzyjają aprecjacji euro wobec dolara.

### Polityka monetarna Fed-u: kolejne podwyżki stóp procentowych powinny od połowy 2016 roku zacząć znacząco umacniać dolara

Celem analizy bieżącej polityki Fed-u skonstruowaliśmy dwie Reguły Taylora oraz Regułę Mankiwa (**Tabela 2**).

Reguły Taylora są regułami *forward looking t+4* opartymi o dane *real time* (wstępne dane statystyczne dostępne w momencie podejmowania decyzji przez władze monetarne) a nie o dane *ex post*, gdyż te pierwsze lepiej odzwierciedlają moment decyzyjny władz monetarnych.

Ze względu na prowadzoną przez długi czas przez Fed politykę zerowych stóp procentowych (*ZIRP - Zero Interest Rate Policy*) parametry reguł zostały oszacowane jedynie dla szeregów czasowych kończących się na IV kwartale 2008 roku. Wartości Reguł Taylora oraz Reguły Mankiwa po tym okresie zostały określone z uwzględnieniem oszacowań wartości parametrów dla okresu I kwartał 1990 – IV kwartał 2008 również w oparciu o dane *real time*. Zabieg ten zastosowano ze względu na obniżenie przez Fed nominalnych stóp procentowych do granicznego dla stóp nominalnych poziomu 0%. Uwzględnienie w estymacji parametrów okresu zerowych stóp procentowych mogłoby sztucznie pogorszyć jakość dopasowania wartości parametrów modeli teoretycznych do rzeczywistych wartości stopy procentowej w sytuacji, gdy dostosowania w sferze realnej kształtujące modelowaną stopę teoretyczną wskazywałyby na wartości poniżej poziomu 0%.

Tabela 2. Estymacje stopy 3 miesięcznych bonów skarbowych USA za pomocą Reguły Taylora *forward looking* oraz Reguły Mankiwa w okresie I kwartał 1990 – IV kwartał 2008.

$R_t$	$a_0, b_0$ (błąd st.) {prawdop.}	$\beta_\pi, \beta_z$ (błąd st.) {prawdop.}	$\beta_u, \beta_y$ (błąd st.) {prawdop.}	$R^2$
<b>Reguła Taylora zbudowana w oparciu o indeks CPI i lukę bezrobocia</b>				
$R_t = a_0 + \beta_\pi(\pi_{t+4} - \pi^*) + \beta_u(u_t - u_t^*)$	3,7550 (0,09516) {0,0000}	2,27263 (0,1264) {0,0000}	-1,54218 (0,09665) {0,0000}	0,8628861
<b>Reguła Taylora zbudowana w oparciu o indeks CPI i indeks LMCI</b>				
$R_t = a_0 + \beta_\pi(\pi_{t+4} - \pi^*) + \beta_y(l_t)$	1,00725 (0,2270) {0,0000}	1,79429 (0,1418) {0,0000}	0,01381 (0,001305) {0,0000}	0,7536172
<b>Reguła Mankiwa zbudowana w oparciu o bazowy indeks CPI i stopę bezrobocia</b>				
$R_t = b_0 + \beta_z \frac{\pi_t^{core}}{u_t}$	-1,22736 (0,2439) {0,0046}	10,3460 (0,5692) {0,0000}	- - -	0,6525074

\*estymacje parametrów wykonano Uogólnioną Metodą Momentów (*GMM - Generalised Method of Moments*).

Objaśnienia:  $R_t$  - estymowana stopa procentowa - stopa bonów skarbowych USA (3M);  $\pi_t$  - inflacja w okresie

$t$ ;  $\pi_t^{core}$  - inflacja bazowa w okresie  $t$ ;  $\pi^*$  - cel inflacyjny: 2,5%;  $u_t$  - stopa bezrobocia w okresie  $t$ ;  $u_t^*$  -

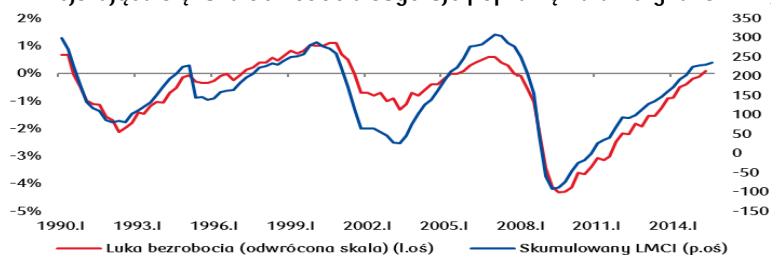
naturalna stopa bezrobocia (*NAIRU, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) w okresie  $t$ ;  $l_t$  - indeks

LMCI w okresie  $t$ ;  $\beta_\pi, \beta_u, \beta_y, \beta_z$  - parametry zmiennych.

Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

Obie Reguły Taylora zostały oparte o wskaźnik inflacji CPI przy czym jedna z reguł została skonstruowana w oparciu o lukę bezrobocia a druga o opublikowany pod koniec 2014 roku przez Fed wskaźnik LMCI (Labour Market Conditions Index). Jak pokazuje **Wykres 5** różnice pomiędzy szeregami czasowymi luki bezrobocia (bieżąca stopa bezrobocia - naturalna stopa bezrobocia) a wskaźnikiem LMCI są stosunkowo niewielkie natomiast zaletą stosowania LMCI jest brak konieczności odnoszenia go do jego naturalnego poziomu jak ma to miejsce w przypadku stopy bezrobocia.

Wykres 5. Szeregi czasowe luki bezrobocia w USA i wskaźnika LMCI Fed-u (Labour Market Conditions Index) mają bardzo podobną charakterystykę. Zmniejszająca się luka bezrobocia sugeruje poprawę na amerykańskim rynku pracy.



Źródło: Fed, PKO Bank Polski

Reguła Mankiwa jest regułą *current looking* opartą podobnie jak esymowana Reguła Taylora na danych *real time*. W przeciwieństwie do Reguły Taylora nie odnosi się do wyznaczonych targetów polityki monetarnej takich jak cel inflacyjny czy potencjalny PKB ale skupia się przede wszystkim na relatywnej dynamice zmian inflacji bazowej

Opublikowany pod koniec 2014 roku przez Fed wskaźnik kondycji rynku pracy - LMCI jest równie dobrym wskaźnikiem równowagi amerykańskiego rynku pracy co luka bezrobocia szacowana w oparciu o naturalną stopę bezrobocia.

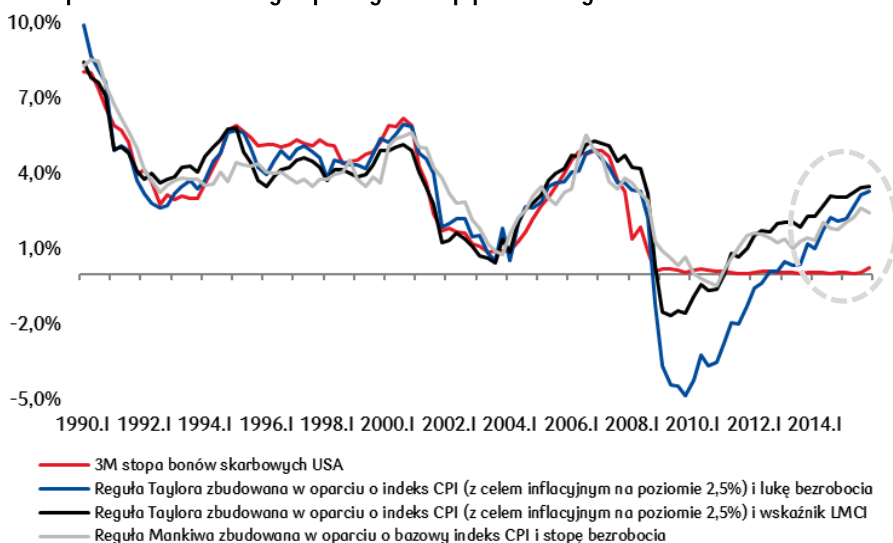
względem stopy bezrobocia. W obu regułach zamiast podstawowej stopy procentowej Fed-u (*federal funds rate*) zastosowano w praktyce nieco mniej wygładzoną trzymiesięczną stopę bonów skarbowych USA (*3-month treasury bill*).

Rezultaty modelowania Reguł Taylora oraz Reguły Mankiwa w formie graficznej przedstawia **Wykres 6**.

Domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej w amerykańskiej gospodarce (obszar ujemnych wartości Reguły Taylora oraz Reguły Mankiwa na **Wykresie 6**) oznacza, że amerykańska gospodarka nie potrzebuje już dalszej ekspansji ilościowej, a bieżące teoretyczne poziomy Reguły Taylora i Reguły Mankiwa wskazują na konieczność dalszych podwyżek stóp procentowych. Wskazują na nie również kondycja amerykańskiego rynku pracy (**Wykres 7, Wykres 8**).

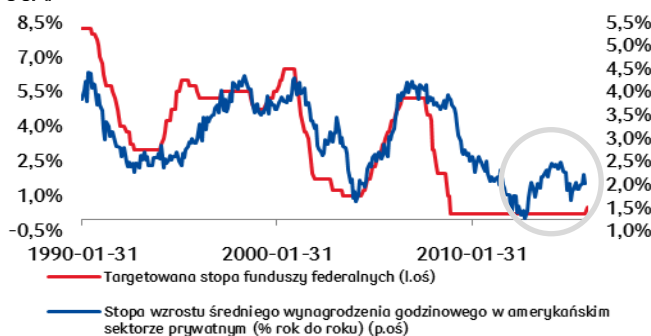
Estymowane przez nas reguły dla polityki monetarnej Fed-u (Reguły Taylora oraz Mankiwa) wskazują na konieczność kolejnych podwyżek stóp procentowych w USA w perspektywie 2016 roku.

**Wykres 6. Reguły Taylora dla polityki Fed-u** skonstruowane na bazie inflacji CPI, założonego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% oraz luki bezrobocia wyliczonej w oparciu o naturalną wg CBO (Congressional Budget Office) lub wskaźnik LMCI a także Reguła Mankiwa wyliczona w oparciu o bazową inflację CPI oraz stopę bezrobocia. Bieżące poziomy teoretycznej stopy procentowej wskazują na wysokie prawdopodobieństwo dalszych podwyżek stóp procentowych w 2016 roku w USA.



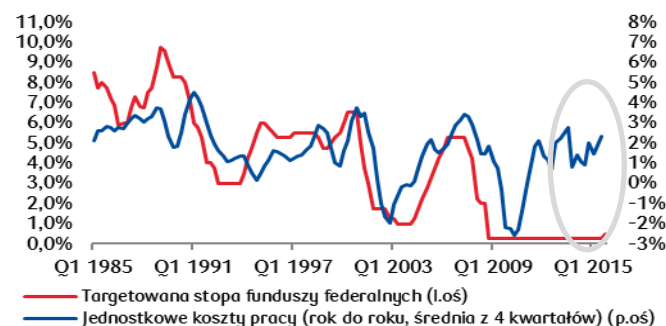
Źródło: Fed, CBO, Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 7. Targetowana stopa funduszy federalnych na tle średniego wynagrodzenia godzinowego w sektorze prywatnym (% rok do roku).** Wzrost wynagrodzeń w amerykańskim sektorze prywatnym sprzyja podwyżkom stóp procentowych w USA.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

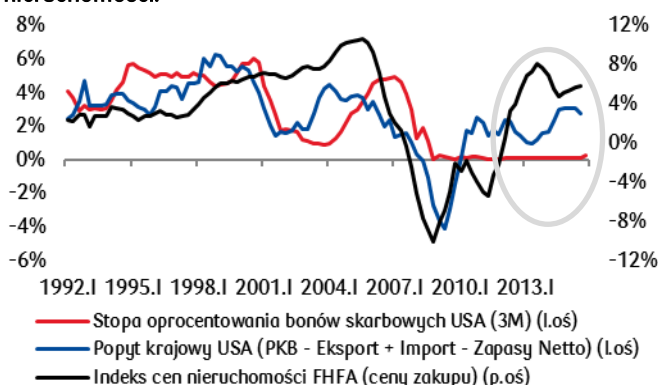
**Wykres 8. Stopa funduszy federalnych na tle jednostkowych kosztów pracy sektora pozarolniczego USA.** Poziom jednostkowych kosztów pracy w Stanach Zjednoczonych sprzyja podwyżkom stóp procentowych.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

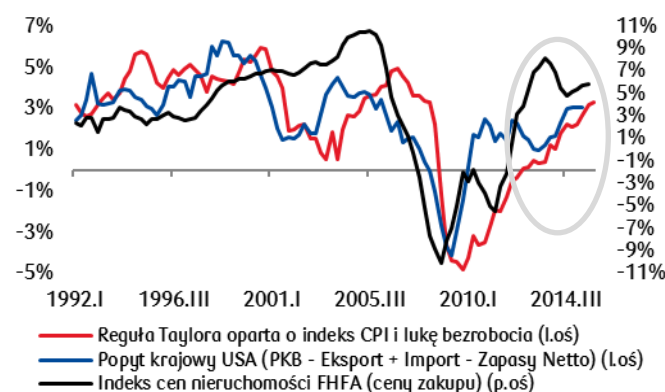
Jak pokazują **Wykres 9** oraz **Wykres 10** dojście do tego etapu było w dużym stopniu możliwe dzięki wzrostom cen nieruchomości oraz aktywów finansowych.

**Wykres 9. Indeks cen nieruchomości FHFA na tle popytu wewnętrznego USA i stopy oprocentowania 3 miesięcznych bonów skarbowych.** Dzięki domknięciu luki deflacyjno-recesyjnej popyt wewnętrzny gospodarki USA jest w mniejszym stopniu niż wcześniej zależny od cen aktywów przez co może on rosnąć nawet w warunkach ewentualnej stagnacji lub spadku cen na amerykańskim rynku aktywów finansowych i nieruchomości.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 10. Amerykański indeks cen nieruchomości na tle popytu wewnętrznego i Reguły Taylora opartej o lukę bezrobocia.** Rosnące ceny aktywów poprzez tzw. efekt majątkowy pomogły wyciągnąć amerykańską gospodarkę z kryzysu umożliwiając rozpoczęcie procesu normalizacji polityki gospodarczej.



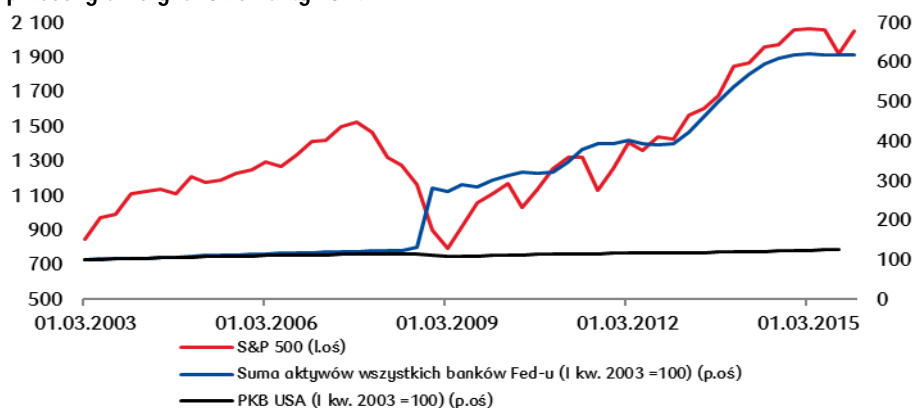
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

W obliczu wysokiego zadłużenia amerykańskiego rządu po 2008 roku, które uniemożliwiało znaczącą ekspansję fiskalną, luzowanie ilościowe Fed-u oraz będący jego pośrednim następstwem „efekt majątkowy” rosnących cen aktywów były de facto jedynymi efektywnymi instrumentami pobudzania koniunktury w USA. Dzięki domknięciu luki deflacyjno-recesyjnej popyt wewnętrzny gospodarki USA jest w mniejszym stopniu niż wcześniej uzależniony od cen aktywów finansowych i nieruchomości przez co może on rosnąć nawet w warunkach ewentualnej stagnacji lub spadku ich cen. Oznacza, że Fed nie musi już polegać na efekcie majątkowym jako głównym motorze symulacji popytu wewnętrznego. Choć wzrost cen aktywów pomógł w pobudzeniu koniunktury w USA po kryzysie finansowym to jednak dalszy ich wzrost mógłby doprowadzić do kolejnej bańki spekulacyjnej na rynkach aktywów podobnej do tej która pękła w 2008 roku. Jak pokazuje **Wykres 11** w ostatnich latach ceny na amerykańskiej giełdzie rosły bardziej w rytm wzrostu bilansu Fed-u niż amerykańskiego PKB – utrzymywanie zbyt długo zbyt niskich stóp procentowych w warunkach poprawiającej się koniunktury w USA mogłoby być niebezpieczne. Z tego względu poza dobrą kondycją na amerykańskim rynku pracy Fed musi stopniowo zacieśniać politykę monetarną również po to, aby nie powtarzać błędów które doprowadziły do kryzysu w 2008 roku. Nie może tego robić zbyt szybko, aby nie doprowadzić do zbyt gwałtownego „wyłączenia” efektu majątkowego poprzez sprowokowanie silnej przeceny na rynku aktywów finansowych i rynku nieruchomości.

Poza dobrą kondycją na amerykańskim rynku pracy, Fed musi stopniowo zacieśniać politykę monetarną, aby nie dopuścić do powstania kolejnej bańki spekulacyjnej ale równocześnie nie może tego robić zbyt szybko, aby nie doprowadzić do zbyt gwałtownego umocnienia dolara a także „wyłączenia” efektu majątkowego poprzez sprowokowanie silnej przeceny na rynku aktywów.

Zakładamy, że w 2016 roku Fed dokona 3-4 podwyżek stóp procentowych, jednak ze względu na fakt, iż podwyżki stóp były oczekiwane i dyskontowane przez eurodolara od dłuższego czasu (zanim w końcu Fed zdecydował się na pierwszą „gołębią” podwyżkę do przedziału 0,25% - 0,5% w grudniu 2015 roku), dlatego kolejna podwyżka (pierwsza w 2016 roku) może nie wpłynąć znacząco na sytuację na parze EUR/USD.

Wykres 11. Indeks giełdowy S&P 500 na tle sumy aktywów banków systemu Rezerwy Federalnej i PKB USA. W ostatnich latach amerykańska giełda rosła bardziej w rytm wzrostu aktywów Fed-u niż PKB. Fed musi podwyższyć stopy procentowe, aby nie powtórzyć błędów sprzed 2008 roku i zapobiec powstawaniu baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów ale nie może tego robić zbyt agresywnie, aby nie ryzykować zbyt gwałtownego „wyłączenia” efektu majątkowego poprzez sprowokowanie głębokiej przeceny amerykańskich aktywów.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Dopiero kolejne, najprawdopodobniej już w II połowie 2016 roku mogą zacząć znacząco umacniać dolara wobec euro.

## Polityka monetarna EBC: dalsze luzowanie polityki monetarnej w 2016 roku

Spadająca podaż kredytów oraz narastająca presja deflacyjna spowodowały obniżenie podstawowych stóp procentowych do 0%, stopy depozytowej poniżej 0% oraz uruchomienie programu TLTRO i skup ABS-ów przez EBC. Ich słabe rezultaty skłoniły EBC do podjęcia dalszych działań luzujących politykę monetarną. Ekspansja ilościowa EBC wpłynęła na poprawę dynamiki podaży kredytu w strefie euro (**Wykres 15**). M. Draghi najpierw zapowiedział, że limitem dla ekspansji ilościowej EBC realizowanej w formule comiesięcznego skupu aktywów o wartości 60 mld euro aż do września 2016 roku będzie poziom bilansu banku centralnego z końca 2012 roku, a na początku grudnia 2015 rozszerzył termin realizacji tego programu do końca marca 2017 roku. Biorąc pod uwagę poziomy wyjściowy bilansu EBC oznacza to, że do końca pierwszego kwartału 2017 roku wzrośnie on do około 1,5 bln euro. Ponieważ wzrost bilansu EBC do końca 2012 roku odbywał się przede wszystkim poprzez ekspansję bazy monetarnej stąd relacja baz monetarnych jest dobrym przybliżeniem ilościowej równowagi kursu EUR/USD (**Wykres 13**). Bieżące poziomy relatywnej bazy monetarnej Fed/EBC wskazują na dużo wyższe poziomy kursu EUR/USD niż aktualnie rynkowe, jeżeli jednak uwzględnić zapowiadany przez Mario Dragiego potencjalny limit wzrostu bilansu EBC, oraz adekwatny do tego wzrost bazy monetarnej EBC wówczas okazuje się, że rynek eurodolara w dużym stopniu zdyskontował już antycypowany wzrost bilansu i bazy monetarnej EBC (przy założeniu, że zgodnie z zapowiedzią Fed nie będzie się pozbywał zakupionych aktywów po zakończonej ekspansji ilościowej, tylko czekał do ich zapadnięcia).

Biorąc pod uwagę silne rozczarowanie rynków finansowych małą skalą poluzowania polityki monetarnej w grudniu 2015 roku w stosunku do wcześniejszych sugestii M. Dragiego oraz innych oficjeli EBC a także

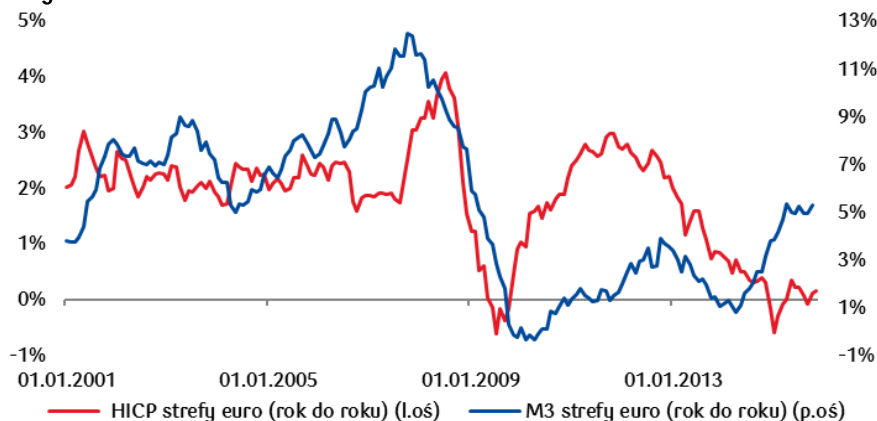
Ponieważ rynek od dawna oczekiwał podwyżek stóp w USA a pierwsza z nich nastąpiła dopiero w grudniu 2015 roku, jest wysoce prawdopodobne, że kolejna podwyżka (pierwsza w 2016) może nie zmienić znacząco obrazu sytuacji na parze EUR/USD. Zakładamy, że silniejsze umocnienie dolara wobec euro w rezultacie podwyżek stóp w USA nastąpi dopiero w drugiej połowie 2016 roku.

Zapowiadany przez M. Draghi'ego wzrost bilansu EBC został już dawno z wyprzedzeniem zdyskontowany przez rynek EUR/USD.

wyrażane przez prezesa EBC przekonanie o wysokiej skuteczności oddziaływania aktualnie realizowanego programu skupu aktywów na aktywność kredytową banków jest mało prawdopodobne, aby szybko doszło do rozszerzenia skali ekspansji ilościowej w strefie euro. Z tego względu zakładamy, że póki w strefie euro nie zacznie narastać presja deflacyjna np. w wyniku dalszego spadku cen ropy naftowej póty aktualnie realizowany program nie zostanie istotnie rozszerzony. Planowane podwyżki stóp procentowych w USA mogą być w tej kwestii dodatkowym argumentem za wstrzymaniem się EBC z tego typu działaniami przynajmniej w pierwszej połowie 2016 roku. W naszej opinii do dalszego poluzowania polityki monetarnej w strefie euro ostatecznie dojdzie, ale nastąpi to dopiero w okolicach połowy roku, kiedy stanie się jasne, że dotychczasowe działania EBC oraz osłabienie euro wobec dolara w wyniku podwyżek stóp w USA nie są już wystarczające, aby skutecznie powstrzymać deflację w strefie euro.

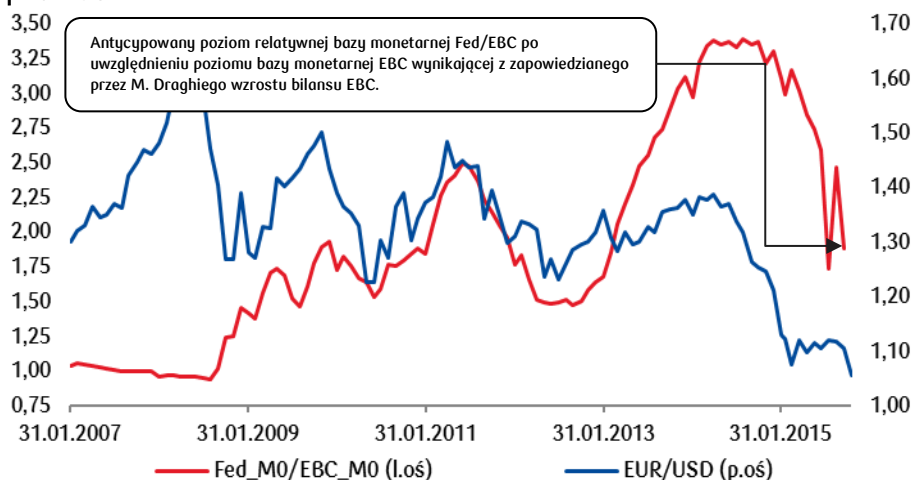
Zakładamy, że dalsze poluzowanie polityki monetarnej w strefie euro nastąpi dopiero w okolicach połowy 2016 roku, kiedy stanie się jasne, że dotychczasowe działania EBC oraz osłabienie euro wobec dolara w wyniku podwyżek stóp w USA nie są już wystarczające, aby skutecznie powstrzymać deflację w strefie euro.

**Wykres 12. Agregat M3 strefy euro na tle inflacji CPI (oba w skali rok do roku). Uruchomienie ekspansji ilościowej przez EBC wpłynęło na poprawę dynamiki podaży kredytów w strefie euro.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 13. Relatywna baza monetarna Fed/EBC na tle kursu EUR/USD. Zmiany bazy monetarnej Fed-u i EBC po 2008 roku silnie wpływały na zmiany kursu eurodolara. Zapowiedziany przez M. Draghi'ego wzrost bilansu EBC został już dawno z wyprzedzeniem zdyskontowany przez rynek eurodolara. Dalsze zmiany kursu EUR/USD będą zależały zarówno od oczekiwań na wzrost stóp procentowych w USA jak i oczekiwań ewentualnego rozszerzenia programu ekspansji ilościowej przez EBC.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski.

### Podsumowanie prognoz kursu EUR/USD na 2016 rok

- Wskazania naszego modelu behawioralnego realnego EUR/USD sugerują, że bieżąca równowaga tego kursu znajduje się w okolicach 1,15.
- Spokojna reakcja rynków finansowych na pierwszą fazę podwyżek stóp w USA oraz brak istotniejszych zmian w polityce monetarnej EBC w pierwszej połowie 2016 roku powinny umocnić euro wobec dolara w strefę 1,10 – 1,15.
- Kontynuacja podwyżek stóp w USA w drugiej połowie roku oraz dalsze luzowanie polityki monetarnej w strefie euro w rezultacie narastającej presji deflacyjnej (m.in. w wyniku dalszych spadków cen ropy naftowej na świecie) powinny do końca 2016 roku osłabić kurs EUR/USD w okolice poziomu 1,02.

### EUR/PLN – SPOWALNIAJĄCE CHINY, SPADEK CEN ROPY NAFTOWEJ ORAZ DALSZE PODWYŻKI STÓP W USA BĘDĄ OSŁABIAĆ ŻŁOTEGO DO KOŃCA ROKU

Dla wyciągnięcia wniosków odnośnie kształtowania się kursu EUR/PLN w 2016 roku skonstruowaliśmy model realnego kursu EUR/PLN. Strukturę modelu opisuje równanie (2) oraz **Tabela 3**.

$$(2) \quad \ln(eurpln_t^{cpi}) = 1,37184 + 0,09219 \ln\left(\frac{tot_t^{EZ}}{tot_t^{PL}}\right) + 1,69472 \ln\left(\frac{ppi_t^{PL}}{cpi_t^{PL}} / \frac{ppi_t^{EZ}}{hicip_t^{EZ}}\right) + 0,19047 \ln\left(\frac{S_t^{EZ,hicip}}{q_t^{EZ,ppi}} / \frac{S_t^{PL,cpi}}{q_t^{PL,ppi}}\right) + \varepsilon_t$$

Adj.  $R^2 = 0,7758$

Jarque – Bera test = 2,8047 {0,9450}

Breusch – Godfrey LM test = -133,858 {1,0000};

Breusch – Pagan – Godfrey test = 0,8701 {0,3510}

**Tabela 3. Zmienne modelu realnego EUR/PLN**

Zmienna	Parametr	(Błąd standardowy)	{Prawdopodobieństwo}
$stola$	1,37184	(0,00844)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{tot_t^{EZ}}{tot_t^{PL}}\right)$	0,09219	(0,02191)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{ppi_t^{PL}}{cpi_t^{PL}} / \frac{ppi_t^{EZ}}{hicip_t^{EZ}}\right)$	1,69472	(0,23415)	{0,0000}
$\ln\left(\frac{S_t^{EZ,hicip}}{q_t^{EZ,ppi}} / \frac{S_t^{PL,cpi}}{q_t^{PL,ppi}}\right)$	0,19047	(0,03300)	{0,0000}

\*Wszystkie zmienne modelu są zintegrowane w stopniu pierwszym [I~(1)]. Estymacje parametrów wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (*FMOLS* – *Fully Modified Ordinary Least Squares*) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a.

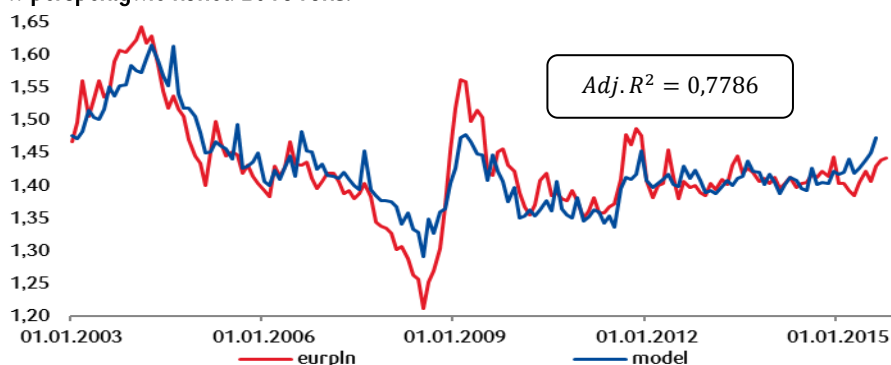
Objaśnienia:  $eurpln_t^{cpi}$  - kurs EUR/PLN urealniony indeksami CPI strefy euro i Polski w okresie t;  $\frac{tot_t^{EZ}}{tot_t^{PL}}$  - iloraz terms of trade strefy euro i Polski;  $\frac{ppi_t^{PL}}{cpi_t^{PL}}$  - iloraz polskich cen producentów i konsumentów w okresie t;  $\frac{ppi_t^{EZ}}{hicip_t^{EZ}}$  - iloraz cen producentów i konsumentów strefy euro w okresie t;  $S_t^{EZ,hicip}$  - iloraz indeksu MSCI strefy euro względem indeksu HICP strefy

euro;  $q_t^{EZ,ppi}$  – iloraz wolumenu produkcji w strefie euro względem indeksu PPI strefy euro;  $s_t^{PL,cpi}$  – iloraz indeksu MSCI dla Polski względem polskiego indeksu CPI;  $q_t^{PL,ppi}$  – iloraz wolumenu polskiej produkcji względem polskiego indeksu PPI;  $\varepsilon_t$  – zmienna losowa w okresie  $t$ ;  $ln$  – logarytm naturalny.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Graficzny rezultat modelowania równania (2) przedstawia **Wykres 14**. Części składowe modelu realnego EUR/PLN prezentują **Wykres 15**, **Wykres 16** oraz **Wykres 17**.

**Wykres 14. Realny kurs EUR/PLN na tle modelu (skala logarytmiczna). Nasz model realnego kursu EUR/PLN aktualnie wskazuje na dalszą deprecjacje złotego wobec euro w perspektywie końca 2016 roku.**



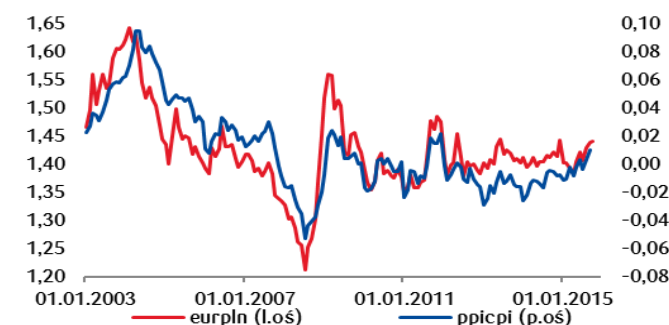
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 15. Realny EUR/PLN na tle ilorazu *terms of trade* strefy euro i Polski. Parytet *terms of trade* wskazuje na dużą konkurencyjność cenową polskiej gospodarki względem strefy euro.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 16. Realny EUR/PLN na tle relacji ilorazów cen PPI/CPI Polski i strefy euro. Bieżąca równowaga rynków wewnętrznych kształtuje się w okolicach bieżących poziomów kursu EUR/PLN.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 17. Realny EUR/PLN na tle relacji realnych ilorazów indeksów giełdowych względem realnych wolumenów produkcji strefy euro i Polski. Bieżąca równowaga rynków finansowych nie sprzyja złotemu.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski



Analizując szczegółowo części składowe naszego modelu realnego

EUR/PLN, relacja  $\left(\frac{tot_t^{EZ}}{tot_t^{PL}}\right)$  reprezentuje cenową równowagę handlu

zagranicznego, relacja  $\left(\frac{ppi_t^{PL}}{cpi_t^{PL}} / \frac{ppi_t^{EZ}}{hicp_t^{EZ}}\right)$ , jest przybliżoną miarą relatywnej cenowej równowagi wewnętrznej w Polsce i strefie euro. Reprezentuje ona tzw. efekt Balassy-Samuelsona, gdyż im niższe ceny producentów względem cen konsumentów w danym kraju tym silniejsza dana waluta i odwrotnie. Wynika to z faktu, że wraz ze wzrostem gospodarczym i wzrostem popytu ceny konsumpcyjne rosną szybciej niż ceny producentów. Relacja realnych ilorazów indeksów giełdowych względem realnych wolumenów produkcji strefy euro i Polski  $\left(\frac{s_t^{EZ,hicp}}{q_t^{EZ,ppi}} / \frac{s_t^{PL,cpi}}{q_t^{PL,ppi}}\right)$  jest przybliżeniem relatywnej równowagi rynków finansowych. Pozytywny efekt dla waluty danego kraju jest osiągany, gdy w jednym kraju rynek giełdowy względem produkcji rośnie relatywnie szybciej niż w drugim.

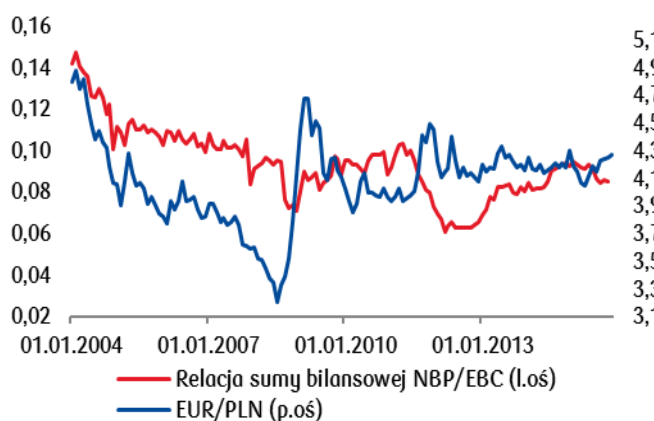
Nasz model wskazuje na dalszą deprecjację złotego w perspektywie końca 2016 roku, przy czym głównym czynnikiem, który ma o tym zdecydować będzie globalna równowaga rynków finansowych a nie bieżąca kondycja i konkurencyjność polskiej gospodarki.

Nasz model wskazuje na dalszą deprecjację złotego w perspektywie końca 2016 roku przy czym głównym czynnikiem, który ma o tym zdecydować będzie globalna równowaga rynków finansowych a nie kondycja i konkurencyjność polskiej gospodarki. Warto więc bliżej przyjrzeć się aktualnym uwarunkowaniom kształtującym równowagę rynków finansowych w kontekście ich wpływu na kurs EUR/PLN.

## Ekspansja ilościowa EBC będzie wspierać złotego w I połowie 2016 roku

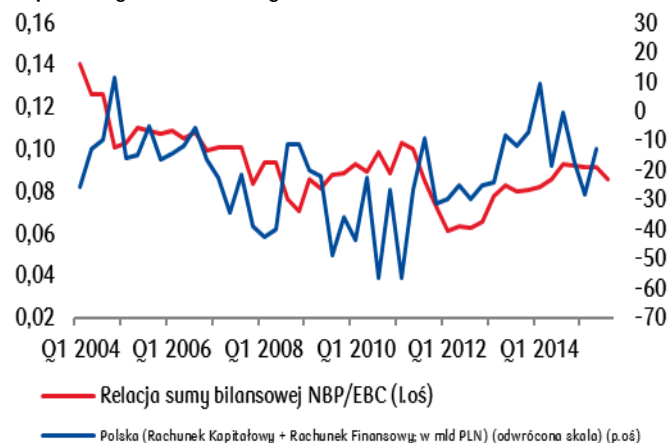
Ekspansje ilościowe EBC co do zasady zwykle wspierają notowania polskiego złotego. Działania EBC uruchomione w końcu 2011 i na początku 2012 roku (LTRO1 i LTRO2) doprowadziły do znaczącego umocnienia złotego wobec euro. Jak pokazuje **Wykres 18** relacja sumy bilansowej NBP/EBC wpływa na główne trendy zmian kursu EUR/PLN. Jej wpływ na kurs eurozłotego odbywa się poprzez oddziaływanie na przepływy finansowe do Polski (**Wykres 19**) a te z kolei są jedną z głównych determinant wahań kursu EUR/PLN (**Wykres 20**).

**Wykres 18.** Kurs EUR/PLN na tle relacji sumy bilansowej NBP/EBC. Zmiany poziomów bilansów NBP i EBC silnie oddziałują na kurs EUR/PLN.



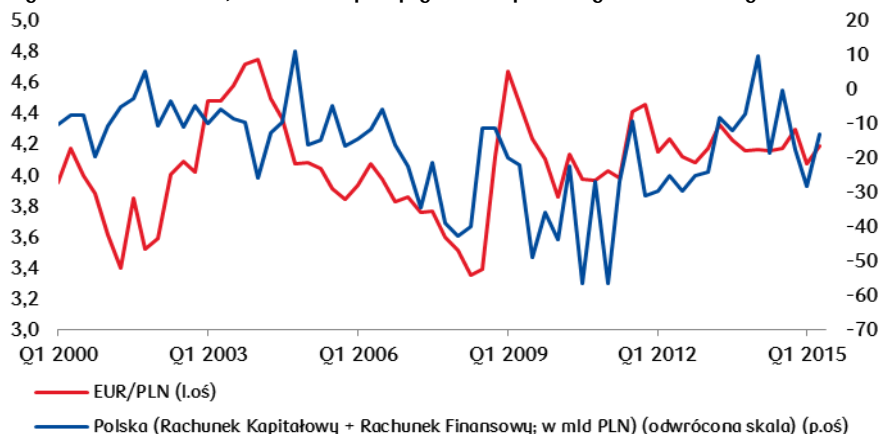
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 19.** Relacja sumy bilansowej NBP/EBC na tle przepływów kapitałowych i finansowych do Polski. Oddziaływanie zmian poziomów bilansów NBP i EBC na kurs EUR/PLN odbywa się poprzez zmiany w przepływach kapitałowych i finansowych do Polski.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 20. Kurs EUR/PLN na tle przepływów kapitałowych i finansowych do Polski.



Źródło: Thomson Reuters, NBP, PKO Bank Polski

Rozczarowanie związane z małą, w stosunku do wcześniejszych zapowiedzi skalą poluzowania ilościowego w strefie euro doprowadziło do przejściowego umocnienia euro na wszystkich rynkach walutowych w tym również względem złotego, pomimo, że tego typu działania w średnim i dłuższym terminie powinny osłabiać euro (nieuzasadniona wzrostem PKB większa ilość euro w obiegu to niższa ich cena wobec walut których jest w obiegu mniej). Zakładamy, że gdy minie pierwsze rozczarowanie EBC, pierwszy kwartał przyniesie umocnienie złotego wobec euro. Oczekiwania dalszych podwyżek stóp w USA były już od dłuższego czasu dyskontowane przez rynki walutowe przez co grudniowa decyzja Fed-u nie wpłynęła już negatywnie na notowania złotego. Zakładamy, że taka sytuacja utrzyma się również w pierwszym kwartale 2016 roku dzięki czemu złoty będzie mógł się dalej umacniać wobec euro.

### Dalsze spadki cen ropy na światowych rynkach pomimo pozytywnego wpływu na terms of trade Polski będą negatywnie oddziaływać na złotego

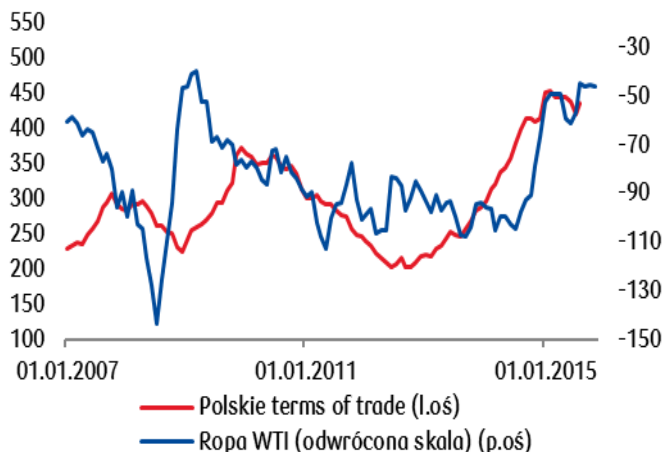
Jak pokazuje **Wykres 21** spadki cen ropy naftowej poprawiają polskie terms of trade co ma również przełożenie na cenową konkurencyjność polskiej gospodarki względem strefy euro (**Wykres 15**). Jednak jak pokazuje **Wykres 22** spadek cen ropy naftowej negatywnie wpływa na notowania złotego wobec euro – najwyraźniej negatywny wpływ spadku cen ropy naftowej na kondycję gospodarczą rynków wschodzących wymusza poprzez „efekt koszykowy” negatywne dostosowania kursu złotego wobec euro.

Podążanie złotego za słabnącym w wyniku spadku cen ropy naftowej koszykiem walut rynków wschodzących, pomimo ewidentnych korzyści gospodarczych z tytułu niższych cen ropy naftowej powinno wspomagać wzrost gospodarczy Polski w 2016 roku. Złotemu nie będzie on jednak raczej pomagać – szczególnie w drugiej połowie 2016 roku kiedy dojdą do tego jeszcze kolejne podwyżki stóp procentowych w USA (które już nie muszą być tak łagodnie przyjęte przez rynki jak te pierwsze) oraz dalsze napięcia na rynkach wschodzących spowodowane nie tylko dalszymi spadkami cen ropy naftowej i innych surowców ale również spowodowane dalszym spowolnieniem chińskiej gospodarki.

Zakładamy, że gdy minie pierwsze rozczarowanie małą skalą rozszerzenia skali ekspansji ilościowej w strefie euro, wpłynie ona na umocnienie złotego w I kwartale 2016 roku. Odwlekane podwyżki stóp w USA było tak długo dyskontowane przez rynki, że jej zainicjowanie w grudniu 2015 roku nie zszokowało rynków. Kolejne podwyżki w USA (pierwsze w 2016 roku) początkowo mogą również mieć małą siłę rażenia względem złotego.

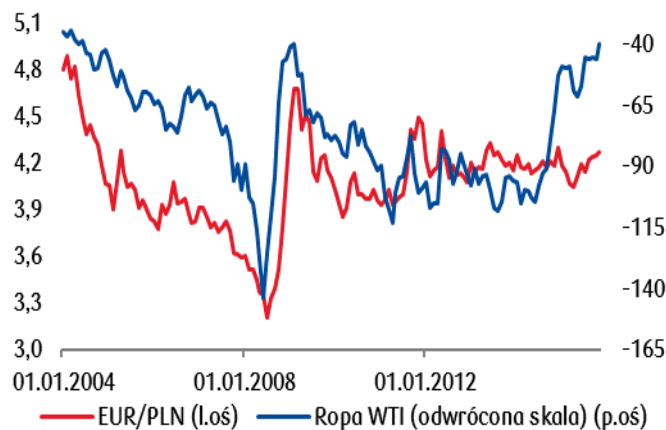
Dalsze spadki cen ropy poprawią konkurencyjność cenową polskiej gospodarki ale poprzez „efekt koszykowy” stopniowo będą również osłabiać złotego wobec euro co będzie szczególnie widoczne w II połowie 2016 roku.

**Wykres 21. Polskie terms of trade na tle cen ropy WTI. Spadki cen ropy naftowej poprawiają konkurencyjność polskiej gospodarki.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 22. Kurs EUR/PLN na tle cen ropy naftowej WTI (odwrócona skala). Spadki cen ropy naftowej pomimo poprawy polskiego terms of trade osłabiają złotego poprzez „efekt koszykowy” rynków wschodzących.**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

### Dalsze spowolnienie w Chinach oraz idąca za tym dalsza deprecjacja kursu juana wobec dolara będą negatywnie oddziaływać na notowania złotego względem euro

Spowolnienie gospodarcze w Chinach w ostatnim czasie jest jednym z głównych tematów, którymi żyją rynki finansowe, mimo że w samych Chinach jego oznaki są widoczne już od co najmniej kilku lat. Chińska gospodarka jest największą gospodarką rynków wschodzących przez co zmiany w niej zachodzące mają istotny wpływ nie tylko na inne kraje należące do tej kategorii ale również na gospodarkę globalną. Jak pokazuje **Wykres 23** spowolnienie tempa wzrostu w Chinach nastąpiło już w 2008 roku wraz z upadkiem banku Lehman Brothers, który rozpoczął globalny kryzys finansowy. Odpowiedzią chińskich władz na niego było znaczące zwiększenie skali inwestycji w gospodarce chińskiej, które miało podtrzymać wysokie tempo wzrostu gospodarczego pomimo spowolnienia u głównych partnerów handlowych Państwa Środka. W efekcie udział inwestycji w PKB po 2008 roku wzrósł o około 5% (**Wykres 23**).

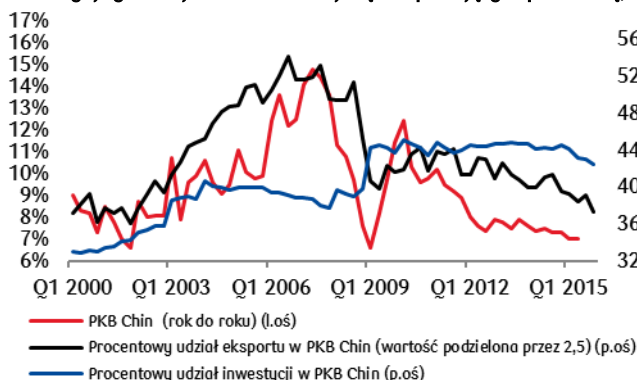
Początkowo poprawiło to wskaźniki wzrostu gospodarczego, ale efekty wzmoczonych inwestycji stopniowo zaczęły przekładać się na coraz mniejsze tempo wzrostu gospodarczego sygnalizując stopniowe przeinwestowanie chińskiej gospodarki – inwestycje realizowane w warunkach spadającego udziału eksportu w chińskim PKB stopniowo zaczęły generować coraz wolniejszy wzrost gospodarczy. Większe inwestycje nie były więc w stanie na tyle zwiększyć popytu wewnętrznego, aby pokryć malejące tempo wzrostu popytu zewnętrznego (eksportu) i tym samym podtrzymać dotychczasową stopę wzrostu gospodarczego. W rezultacie wzrost chińskiego PKB zaczął stopniowo spowalniać. Spadek dynamiki wzrostu popytu zewnętrznego był w dużym stopniu spowodowany skutkami usztywnienia kursu juana wobec dolara jakie chińskie władze wprowadziły podczas tzw. „Kryzysu Azjatyckiego” w 1997 roku. Z tego względu, aby przeciwdziałać spowolnieniu gospodarczemu od połowy 2015 roku chińskie władze przystąpiły do osłabiania swojej waluty wobec dolara. Proces ten uległ intensyfikacji po 30 listopada 2015 roku kiedy MFW zgodził się na włączenie juana do koszyka SDR-ów.

Spowolnienie w Chinach ma charakter strukturalny i wynika z przeinwestowania na rynku wewnętrznym oraz niedostatecznego popytu na rynkach zewnętrznych.

Wysoce prawdopodobna dalsza deprecjacja juana w odpowiedzi na gospodarcze spowalnianie Państwa Środka, będzie negatywnie oddziaływać na kurs złotego wobec euro. Będzie to szczególnie widocznie w drugiej połowie 2016 roku, gdy skumuluje się to z innymi negatywnymi tendencjami w gospodarce globalnej.

Jak pokazuje **Wykres 24** kurs EUR/PLN jest wyraźnie skorelowany ze zmianami koniunktury w Chinach. Również deprecjacja juana wobec dolara przekłada się na osłabianie się złotego wobec euro (**Wykres 25**).

**Wykres 23. Wzrost gospodarczy Chin na tle udziału inwestycji i eksportu w PKB.** Od 2010 roku inwestycje w Chinach stają się coraz mniej rentowne co świadczy o przeinwestowaniu (w warunkach spadającego udziału eksportu w PKB wzrost inwestycji generuje coraz wolniejszą ekspansję gospodarczą).



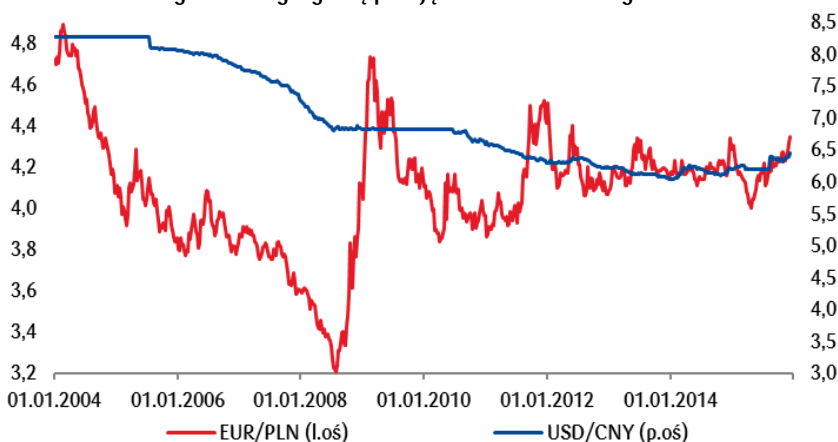
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 24. Wskaźnik wyprzedzający koniunktury w Chinach** jest dobrym wskaźnikiem długookresowego trendu kursu EUR/PLN. Pogorszenie koniunktury w Chinach jest czynnikiem, który w dalszej perspektywie 2016 roku będzie działał na niekorzyść złotego.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 25. Kurs EUR/PLN na tle kursu USD/CNY.** Deprecjacja chińskiego juana wobec dolara wywiera negatywną presję na wartość złotego wobec euro.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Ponieważ spowolnienie chińskiej gospodarki ma charakter strukturalny i wynika z przeinwestowania na krajowym rynku, stąd dalsze deprecjacje kursu juana są wysoce prawdopodobne, gdyż dodatkowe zyski z handlu zagranicznego mogą ten proces łagodzić. Ponadto w zeszłym tygodniu Ludowy Bank Chin oświadczył, że zamierza odejść od dolarocentrycznego postrzegania kursu juana na rzecz postrzegania go przez pryzmat koszyka głównych partnerów handlowych Chin. Zważywszy na fakt, że waluty większości głównych partnerów handlowych Chin uległy w ostatnich kwartałach znaczącej deprecjacji wobec dolara, stąd ta zapowiedź chińskiego banku centralnego sugeruje pogłębienie procesu deprecjacji juana, co z pewnością negatywnie wpłynie na sentyment wobec wszystkich walut rynków wschodzących, w tym i wobec złotego. Te negatywne dla złotego tendencje z pewnością nasilą się, gdy cena ropy naftowej będzie dalej spadać bądź nawet tylko utrzymywać się na bieżących niskich poziomach oraz gdy Fed, stanie się bardziej zaawansowany w procesie podwyższania stóp. Oznacza to, że najpóźniej w drugiej połowie 2016 roku, po tymczasowym umocnieniu złoty powinien powrócić do trendu deprecjacji.

Zakładane przez nas wyraźne osłabienie złotego w drugiej połowie 2016 roku będzie wynikało wyłącznie z negatywnych uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki a nie ewentualnych problemów mających swoje źródło w polskiej gospodarce.

### Podsumowanie prognoz kursu EUR/PLN na 2016 rok

- Nasz model realnego EUR/PLN wskazuje na dalszą deprecjację złotego w perspektywie końca 2016 roku.
- W perspektywie pierwszego półrocza 2016 roku zakładamy jednak umocnienie złotego, ze względu na pozytywne oddziaływanie rozszerzonej ekspansji ilościowej EBC (po opadnięciu fali rozczarowania małą skalą poluzowania polityki monetarnej w grudniu 2015 roku, jej pozytywne dla złotego efekty powinny się zacząć stopniowo ujawniać) oraz spokojną reakcję rynków w pierwszej fazie podwyżek stóp w USA (ponieważ decyzja Fed-u była długo przeciągana, rynek wcześniej zdyskontował jej pierwsze efekty).
- W drugiej części 2016 roku, skumulowane efekty dalszych spadków cen ropy naftowej na globalnych rynkach, kontynuacji spowolnienia chińskiej gospodarki i wynikającej z tego deprecjacji juana a także dalszych podwyżek stóp procentowych w USA powinny wyraźnie pogorszyć sentyment wobec walut rynków wschodzących, w tym i wobec złotego.
- Ewentualne poluzowanie polityki monetarnej w strefie euro w dalszej części roku może mieć już tylko umiarkowanie pozytywny wpływ na notowania złotego, gdyż dla jej efektywnego oddziaływania na złotego potrzebny jest pozytywny sentyment wobec rynków wschodzących, o który w dalszej części 2016 roku będzie trudno.
- Osłabienie złotego w drugiej połowie roku nie będzie wynikiem spowolnienia wzrostu PKB w Polsce czy innych wewnętrznych problemów gospodarczych ale negatywnego oddziaływania niekorzystnych tendencji występujących w gospodarce globalnej.

## RYNEK AKCJI

W Polsce spodziewamy się solidnego wzrostu PKB w tempie co najmniej 3.5%. Silny rynek pracy wraz ze stymulacją fiskalną wesprą konsumpcję. Powrót trwałego pozytywnego trendu na GPW uzależniony jest w dużym stopniu od wyjaśnienia się kwestii polityki państwa wobec głównych sektorów reprezentowanych na giełdzie. W I kw. widzimy WIG na zbliżonym do obecnego poziomie ze względu na wysokie ryzyko pogorszenia się sytuacji na rynkach wschodzących. W dalszej części roku spodziewamy się odbicia indeksu do 50 tys. pkt. Zakładamy prowadzenie pragmatycznej polityki gospodarczej, także w odniesieniu do rynku kapitałowego, co w końcu pozwoli przełożyć dobre fundamenty ekonomiczne na zyski spółek.

W strefie euro spodziewamy się kontynuacji umiarkowanego ożywienia. Kombinacja ultra luźnej polityki monetarnej i lekkiego poluzowania fiskalnego powinna zapewnić wystarczającą ilość paliwa do wzrostu PKB o ok. 1.5%. Akcje europejskie postrzegamy jako atrakcyjniejsze w porównaniu z amerykańskimi i zagregowanym indeksem rynków wschodzących, dzięki wyższemu potencjałowi do poprawy zysków w 2016 i łagodniejszej polityce monetarnej. Główne ryzyka związane są z niewydolną polityką w EU, która utrudnia implementację niezbędnych reform.

Rynki wschodzące pozostaną źródłem ryzyka dla światowych giełd i gospodarek. Modele wzrostu oparte na popycie finansowanym kredytem i środkami ze sprzedaży surowców wyczerpały się, pozostawiając po sobie rozregulowane gospodarki. Kraje czeka trudny proces dostosowawczy w celu odzyskania równowagi makroekonomicznej i poprawy zwrotu na kapitale. Tanie surowce, wyższe koszty finansowania i słabość globalnego handlu stawiają wiele krajów rozwijających się w trudnej sytuacji. W Chinach dojdzie najprawdopodobniej do dalszego spowolnienia wzrostu, ale zapewne unikną one twardego lądowania, dzięki aktywnemu wsparciu ze strony budżetu i banku centralnego.

W USA spodziewamy się lekkiego wyhamowania wzrostu w okolice 2%. Perspektywę rynku giełdowego oceniamy jako neutralne. Zakładamy stopę zwrotu zbliżoną do zera. Akcje są wysoko wyceniane a warunki do poprawy zysków bardzo wymagające (silny dolar, presja płacowa, wyższe koszty finansowania, słabość rynków zewnętrznych). Rynekowi nie będzie także pomagać widmo kontynuacji normalizacji polityki pieniężnej, choć sądzimy że ostatecznie Fed będzie łagodniejszy niż sam przedstawia w prognozach.

Zagrożeniem dla globalnych rynków finansowych i gospodarki światowej jest pogarszająca się sytuacja geopolityczna, w szczególności na Bliskim Wschodzie i w Europie. Z punktu widzenia polskiego rynku finansowego niepokojące są tendencje dezintegracyjne w Unii Europejskiej. W przyszłym roku kluczowe znaczenie będą miały: sposób zarządzania kryzysem imigracyjnym, referendum na temat pozostania Wielkiej Brytanii w UE i realizacja planu naprawczego przez Grecję.

## RYNEK AKCJI

### PODSUMOWANIE ROKU 2015

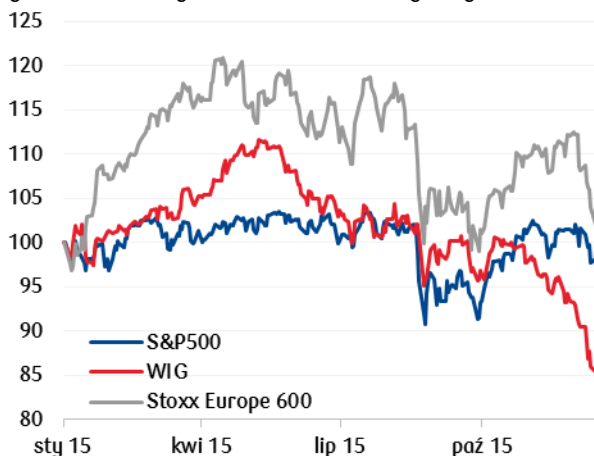
Mijający rok przyniósł warszawskiej giełdzie duże rozczarowanie. WIG spadł o 11% co plasuje go w gronie indeksów z krajów, w których sytuacja gospodarcza ewoluowała w bardzo złym kierunku. Może to zaskakiwać nie tylko w zestawieniu z solidnym tempem wzrostu PKB, ale także brakiem symptomów poważniejszego stresu na krajowym rynku walutowym i obligacji (w porównaniu z poziomami sprzed roku kurs złotego i obligacje nieznacznie się osłabiły). Przyczyny są jednak dosyć oczywiste. Główne komponenty najważniejszych indeksów giełdowych pochodzą z sektorów, w których wpływ polityki gospodarczej państwa jest znaczący a inwestorzy uznali faktyczne lub potencjalne decyzje za niekorzystne lub co najmniej ryzykowne dla wielu spółek.

W strefie euro nadeszło długo oczekiwane ożywienie, choć jego skala, zważywszy na długość i głębokość recesji jest z pewnością rozczarowująca. PKB w ujęciu realnym dopiero w tym roku osiągnął poziom z 2008 roku. W trakcie roku Euroland wstrząsany był wydarzeniami politycznymi (negocjacje z Grecją, lawinowy napływ imigrantów, nasilenie terroryzmu), ale od strony gospodarczej nie doświadczył większych niespodzianek. Europejski Bank Centralny nasilił w trakcie roku działania stymulacyjne. W marcu rozpoczął program skupu aktywów i obniżył stopę depozytową do ujemnego poziomu - 0.20%. W grudniu Prezes Draghi ogłosił dalszą redukcję stopy depozytowej do - 0.3% i wydłużenie programu skupu aktywów co najmniej do marca 2017. Giełdy, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, przyniosły solidne zyski. Indeks STOXX600 wzrósł o 7%.

Mijający rok okazał się dla warszawskiej giełdy bardzo słaby mimo dobrego stanu gospodarki.

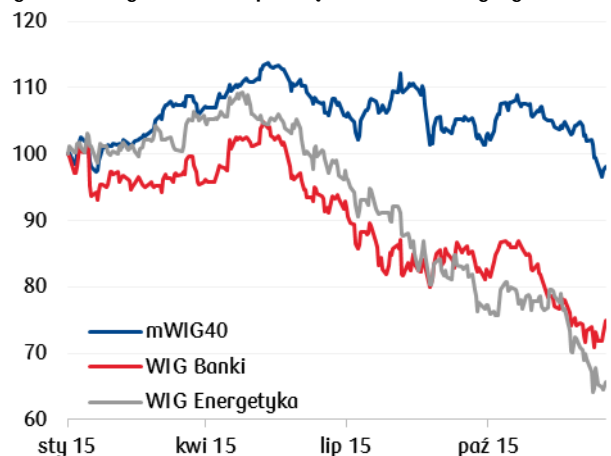
W strefie euro nastąpiła poprawa aktywności gospodarczej. Akcje dały solidnie zarobić.

Wykres 1. Polska giełda słaba na tle innych rynków...



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 2. ... głównie za sprawą banków i energetyki.



Źródło: Thomson Reuters

Rok okazał się bardzo trudny dla większości krajów rozwijających się. Słaba aktywność w handlu światowym, spadki surowców i narastające trudności z pozyskaniem kapitału spowodowały, że wzrost gospodarczy znajdował się pod silną presją. W Chinach słaba koniunktura globalna (eksport) w połączeniu z negatywnymi, w krótkim terminie, efektami reform gospodarczych zmusiły władze chińskie do weryfikacji w dół celów wzrostu PKB. Giełda w Szanghaju przechodziła burzliwy czas, w szczególności w sierpniu gdy zanotowała 25%-ową korektę (choć od początku roku jest wciąż na ponad 10%-owym plusie). Bardzo słabo radziły sobie kraje „surowcowe” m.in. Brazylia, Rosja i Południowa Afryka. Spadki cen surowców drastycznie obniżyły ich wpływy do budżetów, a sytuację pogarszała odpływ zagranicznego kapitału. Generalnie słaba koniunktura panowała w krajach Azji Południowo-Wschodniej, co było

Trudny rok w większości krajów rozwijających się. Europa Śr.-Wsch. wyróżnia się na plus.

związane przede wszystkim ze spowolnieniem w światowym handlu, w szczególności wymiany z Chinami. Na tym tle kraje Europy Środkowo-Wschodniej wyróżniały się pozytywnie. Wzrost w CE4 (Polska, Czechy, Węgry, Słowacja) wyniesie średnio ok. 3.4%. Region skorzystał na ożywieniu ze strefą euro, z którą jest silnie zintegrowany.

Gospodarka USA zamknie rok wzrostem ok. 2.4%, czyli nieco poniżej prognoz z początku roku. 17 grudnia Fed zdecydował się na pierwszą od prawie 10 lat podwyżkę stóp procentowych o 25 pb., kończąc tym samym 7-letni okres utrzymywania stóp w przedziale 0-0.25%. Giełda w całym roku nie zachwycała - indeks S&P500 wzrósł minimalnie, co kontrastuje ze spektakularnymi wynikami w dwóch poprzednich latach. Spółkom amerykańskim przeszkadzał mocny dolar i powoli rosnąca presja płacowa, których nie były w stanie zrekompensować wolumeny sprzedaży, a także słaby popyt zagraniczny. Pod presją, z powodu taniej ropy znajdował się sektor energetyczny.

Nieza koniunktura gospodarcza w USA, ale akcje nie zachwycały.

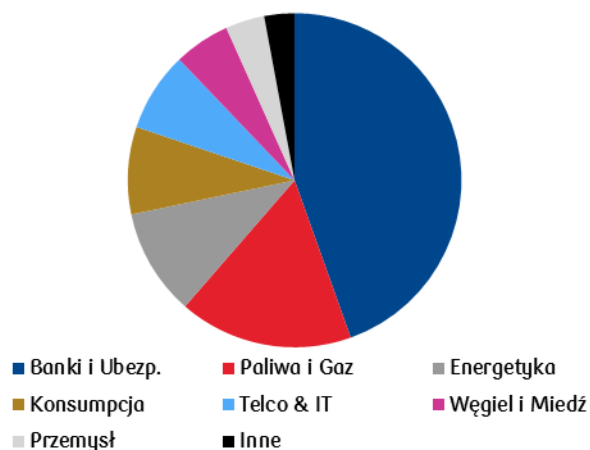
## I KWARTAŁ 2016 I SPOJRZENIE W ROK 2016

### Polska – silna gospodarka, giełda pod presją czynników nadzwyczajnych.

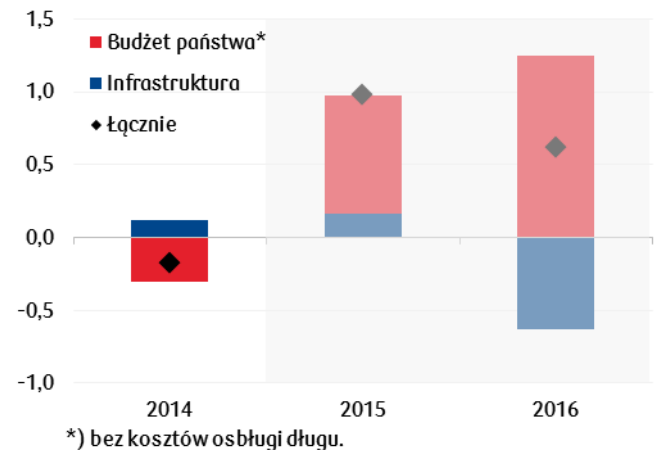
Przewidywanie koniunktury giełdowej nigdy nie jest zadaniem łatwym. Wymaga nie tylko prawidłowego zaprognozowania parametrów niezbędnych do wyceny akcji (przede wszystkim zysków spółek), ale m.in. oszacowania jak prezentują się one na tle oczekiwań rynkowych. Punkt wyjścia stanowi zwykle scenariusz makroekonomiczny. Wynika to z pozornie oczywistej logiki, że stan gospodarki przekłada się na wyniki firm oraz rynkowe stopy procentowe, czyli kluczowe parametry dla wyceny akcji. W przypadku polskiego rynku ta relacja była zawsze dosyć luźna. Bardzo często zdarzało się, że inwestorzy, zwłaszcza zagraniczni, pozytywnie oceniali ogólny obraz gospodarki a jednocześnie narzekali, że „na giełdzie nie ma co kupować”. Wynika to w dużym stopniu z kompozycji głównych indeksów rynkowych, które w niepełny sposób odzwierciedlają strukturę polskiej gospodarki. W szczególności niedoreprezentowany (zwłaszcza wśród dużych i płynnych spółek) jest sektor konsumpcyjny będący od lat lokomotywą wzrostu. Uniwersalnej ekspozycji na wszystkie sektory dostarczają banki, których wyniki w typowych warunkach są silnie skorelowane z trendami makroekonomicznymi. Rok 2015 przyniósł w tym zakresie istotną zmianę. Kilka czynników o charakterze nadzwyczajnym (m.in. plany wprowadzenia podatku bankowego, kwestia ewentualnego przewalutowania kredytów frankowych, partycypacja w kosztach bankructwa kilku instytucji finansowych, decyzje regulacyjne) spowodowały drastyczne pogorszenie perspektywy sektora.

Giełda rozjechała się z gospodarką.

Wykres 3. Struktura branżowa indeksu WIG30.



Wykres 4. Polska: silny Impuls fiskalny w roku 2016.





Rozkorelowanie indeksów z gospodarką zostało pogłębione przez spółki energetyczne. Sektor realizuje ambitny program inwestycyjny i niespodziewanie stanął przed dodatkowym wyzwaniem, tj. udziałem w restrukturyzacji sektora węglowego. Ponieważ skala problemów związanych z kopalniami węgla jest ogromna a perspektywy cen surowca mało optymistyczne, inwestorzy zaczęli wątpić, czy spółki, które mieli dotychczas głównie w celu płacenia stabilnych dywidend będą w stanie dalej pełnić tę rolę.

Przy obiecujących prognozach dotyczących polskiej gospodarki na kolejne lata, powrót trwałego trendu wzrostowego na warszawską giełdę uzależniony jest w dużym stopniu od wyjaśnienia się kwestii polityki państwa wobec głównych sektorów reprezentowanych na GPW. Kluczowe jest oczywiście jakie decyzje zostaną podjęte, ale ma znaczenie również żeby w ogóle zostały podjęte, aby zakończyć okres niepewności z tym związanej.

45% WIG30 stanowią banki i ubezpieczyciele, na które państwo posiada istotny wpływ regulacyjny. W 2015 roku bardzo się przeceniły (indeks WIG Banki spadł o 24%, a od swojego szczytu o 33%), co sugeruje zdyskontowanie istotnej części ryzyka. W przypadku sektora energetycznego (indeks WIG Energetyka spadł w 2015 roku o 33%, a od swojego szczytu 40%), odwrócenie obecnych tendencji zależy od kształtu zaangażowania w restrukturyzację kopalń oraz cen węgla, bo ceny surowca, wpływając na kondycję ekonomiczną kopalń w dużym stopniu wyznaczą skalę zapotrzebowania na wsparcie. W dłuższej perspektywie dla branży kluczowa będzie polityka europejska w kwestii CO<sub>2</sub>. Inne sektory również czekają na wyjaśnienie otoczenia regulacyjnego (handel – podatek dla sklepów wielkopowierzchniowych, KGHM – podatek od kopalini).

Na przedstawione wyżej specyficzne wyzwania przed którymi stoją główne firmy handlowane na warszawskim parkiecie nakładają się trendy ekonomiczno-rynkowe.

Scenariusz makroekonomiczny na rok 2016 jest pozytywny. Ekonomiści PKO Banku Polskiego prognozują wzrost PKB w okolicach 3.5% z większą szansą odchylenia w górę niż w dół. Dynamika powinna przyspieszać w trakcie roku i w jego drugiej połowie może sięgnąć 4% r/r). Motorem wzrostu będą konsumpcja (3.6% r/r) i inwestycje, które jednak wyhamują do ok. 2.9% z 6.1% przede wszystkim ze względu na cykl wydatkowania środków unijnych. Eksport netto w przeciwieństwie do bieżącego roku, tylko symbolicznie przyczyni się do wzrostu PKB.

Pozytywne trendy na rynku pracy (zatrudnienie i płaca) zwiększają dochód rozporządzalny Polaków i już same wystarczają do optymistycznego spojrzenia na perspektywę konsumpcji. Dodatkowo mamy szereg wcześniejszych inicjatyw (dodatki dla emerytów, podwyżki w budżetówce) i nowych (przede wszystkim program 500+), które powinny dodatkowo wspierać wydatki gospodarstw domowych. Niewykluczone są obniżki stóp procentowych, które poprzez zmniejszenie kosztu obsługi dotychczasowego zadłużenia zwiększą dochód rozporządzalny, a ponadto zachęcą do zaciągania kolejnych zobowiązań.

W kontekście impulsu fiskalnego zwracamy uwagę, że może on mieć w ujęciu netto mniejsze przełożenie na zagregowany popyt niż sugerują liczby zawarte w budżecie. Wynika to z planów sfinansowania części nowych wydatków podatkiem bankowym. Danina nałożona na banki w połączeniu z wymogami kapitałowym ograniczy możliwości kreacji kredytu przez sektor. Według szacunków ekonomistów PKO BP bezpośredni negatywny efekt samego podatku na potencjał kredytowy wyniesie ok. 4 mld złotych (0.5% całkowitej wartości kredytów). Jednak w połączeniu z efektami pośrednimi (spadek

Wyjaśnienie otoczenia regulacyjnego warunkiem powrotu trwałego trendu wzrostowego.

Banki i energetyka pod presją.

Trendy gospodarcze są korzystne.

Silny rynek pracy i hojny budżet wspomogą konsumpcję.

Podatek bankowy i wyższe wymogi kapitałowe ograniczą przepływ kredytu do gospodarki.

zyskowności na tle bardziej restrykcyjnych regulacji kapitałowych) kredyt może wzrosnąć o 1-3% mniej niż w alternatywnym scenariuszu. Spadek podaży kredytu o 1% przekłada się na uszczerbek PKB o wartości ok. 0,3% PKB. Można więc zauważyć, że efekt popytowy mający swoje źródło w większych wydatkach państwa zostanie ograniczony przez spadek popytu sektora prywatnego wynikający z mniejszego przepływu kredytu.

Z punktu widzenia rynków finansowych bardzo istotne jest jak nowy rząd poradzi sobie z implementacją obietnic wyborczych w kontekście stabilności finansów publicznych. Inwestorzy będą bacznie analizować informacje z tym związane. W tym kontekście trzeba mieć świadomość, że zaangażowanie inwestorów zagranicznych w finansowanie polskiej gospodarki (zarówno sektora publicznego jak i prywatnego) jest wysokie, co zwiększa wrażliwość na ewentualne turbulencje na światowych rynkach (dla których zapalnikiem może być np. dalsza normalizacja polityki pieniężnej przez Fed). 34% zadłużenia państwa denominowane jest w walutach obcych, a ok. 40% obligacji złotych znajduje się w portfelach nierezydentów. Ogółem ok. połowa długu rządowego jest finansowana przez zagranicę. Do tego dochodzi ekspozycja sektora prywatnego, w tym kredyty frankowe o wartości 8% PKB i dług polskich firm denominowany w walutach obcych.

Polska postrzegana jest jako względnie szybko i bardzo stabilnie rozwijający się kraj. Dzięki znaczącej poprawie na rachunku obrotów bieżących (w 2015 ok. -0,5% PKB) i finansowaniu z Unii obecnie nie potrzebuje „świeżego” kapitału portfelowego z zagranicy (tzw. luka finansowania jest dodatnia). Taka sytuacja zmniejsza wrażliwość na ewentualne turbulencje na międzynarodowych rynkach finansowych, ale nie oznacza całkowitej odporności, w szczególności gdyby zbiegły się pogorszeniem postrzegania stabilności polskich finansów (trwały wzrost deficytu budżetowego, pogorszenie C/A). Przejściowe zwiększenie deficytu finansów publicznych (zwłaszcza w celu finansowania inwestycji) nie stanowi przesłanki do gwałtownych reakcji dla rynków finansowych i agencji ratingowych, ale z pewnością wyostri ich czujność. Bardzo negatywne byłoby nabranie przekonania przez rynki o trwałości takiego trendu.

Otoczenie zewnętrzne w sensie gospodarczym oceniamy jako neutralne. Kluczowa dla Polski jest sytuacja w strefie euro (ponad połowa eksportu) ze szczególnym uwzględnieniem Niemiec (27%).

Jednym z istotnych źródeł ryzyka jest pogarszające się otoczenie geopolityczne. Dla Polski kluczowy jest dalszy rozwój sytuacji w Europie, gdzie w mijającym roku nastąpiło nasilenie negatywnych zjawisk. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej od początku lat 90-tych korzystały z renty pokojowej. Przekonanie o stabilności i bezpieczeństwie w regionie zachęcało inwestorów do lokowania pieniędzy w aktywa finansowe i przedsięwzięcia typu green-field. Wyraźnie widać, że sytuacja zaczyna się odwracać. Z punktu widzenia Polski najistotniejsza wydaje się kwestia wpływu obecnych problemów Unii Europejskiej (kryzys ekonomiczny, lawinowy napływ imigrantów) na integralność Wspólnoty. Trendy dezintegracyjne dostrzec można gołym okiem, choć póki co nie osiągnęły one alarmującego poziomu. Niemniej nasilenie obecnych tendencji może doprowadzić do wydarzeń o przełomowym znaczeniu (np. zawieszenie funkcjonowania strefy Schengen, wyjście Wielkiej Brytanii z UE, wygrana skrajnej prawicy w systemowo ważnym kraju), po których trudno byłoby zahamować dezintegrację Wspólnoty. Polska korzysta z członkostwa w Unii Europejskiej nie tylko w sposób bezpośredni (środki pomocowe), ale także pośredni, np. ze stabilności politycznej, czy zwiększonego bezpieczeństwa (polska pozycja w NATO związana jest nieformalnie ze znaczeniem w UE). Zakwestionowanie tych czynników może odbić się negatywnie m.in. na inwestycjach zagranicznych (także tych w aktywa finansowe). Również polscy

Trudna sztuka utrzymania finansów publicznych w ryzach. Polska mocno uzależniona od finansowania z zagranicy.

Polska gospodarka postrzegana jest jako względnie odporna na turbulencje na rynkach międzynarodowych, ale nie oznacza to braku wrażliwości.

Stabilnie w strefie euro ≈ stabilny eksport.

Pogarszająca się sytuacja polityczna w Europie i na świecie jednym z głównych źródeł ryzyka.

przedsiębiorcy mogą wówczas z większym niepokojem oceniać przyszłość, co przełożyłoby się na ich wydatki inwestycyjne.

W sytuacji tak dużej niepewności z jaką mamy do czynienia obecnie trudno jest ocenić atrakcyjność inwestycyjną rynku akcji. Fundamentalna wycena opiera się na strumieniu przyszłych dywidend zdyskontowanym stopą procentową odpowiadającą kosztowi kapitału. Z powodu czynników niezwiązanych bezpośrednio z podstawową działalnością biznesową zmienność wyników finansowych jest wyjątkowo wysoka.

Zgodnie z prognozami analityków Domu Maklerskiego PKO BP dla grupy spółek przez nich analizowanych, średni ważony zysk na akcję w roku 2016 spadnie o 13% (bez uwzględnienia zdarzeń o charakterze jednorazowym). Zgodnie z tymi prognozami rynek handluje się z mnożnikiem ok. 12 czyli w okolicach wieloletniej średniej. Patrząc od strony premii za ryzyko, którą definiujemy jako różnicę stopy zysku (Z/C) i rentowności 10-letniej obligacji rządowej, akcje mają potencjał wzrostowy (premia za ryzyko znajduje się znaczenie powyżej wieloletniej średniej). W nadchodzącym roku możliwa jest obniżka stóp procentowych, która gdyby nastąpiła, zwiększyłaby atrakcyjność akcji względem obligacji. W polskich warunkach trzeba jednak pamiętać o wysokim udziale banków w indeksie dla których obniżka ma często negatywny wpływ na wyniki w krótkim terminie (zawężenie marży odsetkowej).

Duża niepewność odnośnie zysków utrudnia ocenę atrakcyjności rynku akcji.

Biorąc pod uwagę wskaźniki służące do wyceny, akcje polskie wyglądają atrakcyjnie.

Wykres 5. Polskie akcje: w wskaźnik C/Z na zyskach 2016 r.



Źródło: Thomson Reuters, I/B/E/S, PKO Bank Polski

Wykres 6. Polskie akcje: premia za ryzyko.



Źródło: Thomson Reuters, I/B/E/S, PKO Bank Polski

W I kwartale zalecamy ostrożność w stosunku do rynku akcji, ze względu na wysokie ryzyko niekorzystnej sytuacji na rynkach wschodzących. Prognozujemy, że WIG na koniec marca będzie znajdował się na podobnym do obecnego poziomie, tj. 45-46 tys. pkt.

Naszym zdaniem w I kwartale rynek nie da zarobić...

Sądzymy, że w trakcie roku wyjaśniać będą się wątpliwości odnośnie polityki gospodarczej. Nawet jeśli niektóre decyzje nie będą korzystne dla rynku, będzie przynajmniej można z większą precyzją skwantyfikować ich wpływ. Zakładamy, że polityka gospodarcza, także w odniesieniu do rynku kapitałowego będzie pragmatyczna, co pozwoli inwestorom skoncentrować się na przełożeniu korzystnej koniunktury gospodarczej na kondycję spółek notowanych na giełdzie. Na koniec roku 2016 zakładamy WIG na poziomie 50 tys. pkt.

... ale w całym roku już tak. Prognozujemy WIG na poziomie 50 tys. pkt.

### Strefa euro – bez fajerwerków, ale do przodu.

Rok temu, prognozując nadchodzące ożywienie w strefie euro zwracaliśmy uwagę na kilka czynników, które miały umożliwić poprawę koniunktury.

- wyhamowanie konsolidacji fiskalnej;

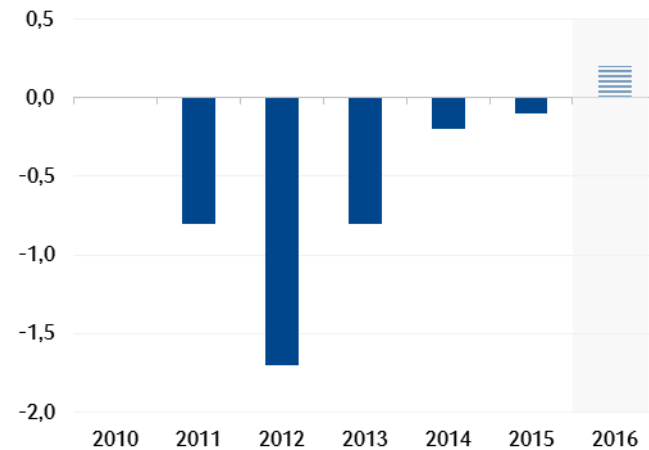
W strefie euro zapowiada się kontynuacja umiarkowanego wzrostu.

- odwrócenie tendencji spadkowej na rynku kredytowym;
- rozpoczęcie luzowania ilościowego (QE) i osłabienie euro;
- spadki cen surowców energetycznych.

W 2016 roku wciąż na koniunkturę pozytywnie oddziaływać będą czynniki, które umożliwiły odbicie w roku bieżącym. Spodziewamy się kontynuacji wzrostu PKB w podobnym do tegorocznego tempie tj. ok. 1.5%. Największą wagę przywiązujemy do prawdopodobnego, naszym zdaniem, poluzowania fiskalnego. Konsolidacja finansów publicznych, poprzez ubytek w popycie krajowym, była jedną z głównych przyczyn recesji a następnie stagnacji w strefie euro po wybuchu kryzysu finansowego. Oczywiście oszczędności budżetowe nie wynikały z kaprysu rządów, lecz były smutną koniecznością. Brak ograniczenia wydatków uniemożliwiłby wyhamowanie przyrostu zadłużenia. Rok 2016 zapowiada się na pierwszy od wielu lat okres istotnego poluzowania fiskalnego. Nawiasem mówiąc, nie dzieje się tak dlatego, że kraje strefy euro osiągnęły już cele określone przez Komisję Europejską (jedynie Niemcy w pełni spełniają założenia tzw. paktu fiskalnego). Jednak realia polityczne w postaci presji społeczeństw odgrywają coraz większą rolę, w szczególności w krajach o wysokim bezrobociu. Odzwierciedleniem tych zjawisk jest wzrost popularności ugrupowań populistycznych, w tym eurosceptycznych lub otwarcie wrogich integracji. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost w krótkim terminie mającym źródło fiskalne powinny być wydatki związane z napływem imigrantów oraz zagrożeniem terrorystycznym, choć tutaj ostateczny efekt jest trudniejszy do oszacowania ze względu na możliwe zmiany w stylu życia (np. rozrywka, turystyka). Czynniki te będą ponadto użyte jako argument odłożenia w czasie dostosowania fiskalnego.

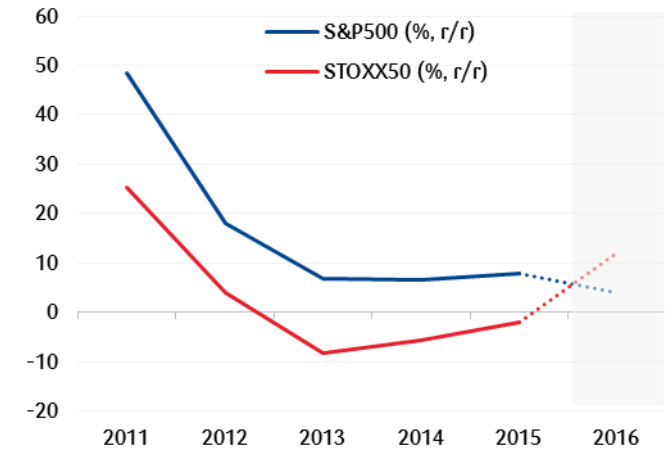
**Poluzowanie fiskalne, niskie stopy i tania ropa wspomogą konsumpcję.**

Wykres 7. Strefa euro: pozytywny impuls fiskalny w 2016.



Źródło: IMF, PKO Bank Polski

Wykres 8. Dynamika zysków spółek w Europie vs. USA



Źródło: Thomson Reuters, I/B/E/S

W kontekście polityki fiskalnej warto zwrócić uwagę na wpływ ekspansywnej polityki pieniężnej (stopy + skup aktywów), która pomogła obniżyć koszty obsługi zadłużenia publicznego i prywatnego. Rentowności obligacji drastycznie spadły a ponad 1/3 wyemitowanych obligacji rządowych w strefie euro handluje się z ujemnymi rentownościami (oczywiście z punktu widzenia emitenta liczy się rentowność w momencie emisji). Dla przykładu. Włosi emitują obecnie obligacje 5 letnie po 0,55%, podczas gdy w 2012 rentowność papierów o tym okresie wykupu sięgała ok. 7%, a w 2013 ok. 3%. Zważywszy, że dług publiczny w relacji do PKB przekracza 130%, każde 100 pb niższego kosztu finansowania zadłużenia przekłada się na ponad 1,3% PKB oszczędności dla budżetu.

**Ekspansywna polityka EBC wspiera budżety przez obniżkę kosztów finansowania.**

W bieżącym roku zaobserwowaliśmy lekkie ożywienie na rynku kredytowym. Łagodne warunki finansowe (stopy, QE) oraz poprawa na rynku pracy powinna umożliwić kontynuowanie tego trendu, aczkolwiek nie spodziewamy się dużego przyspieszenia akcji kredytowej. Popyt na kredyt jest funkcją wielu zmiennych, a nie tylko kosztu pieniądza. Równie ważne znaczenie mają trudno kwantyfikowalne czynniki związane z oceną przyszłości przez przedsiębiorców i gospodarstwa domowe. W tym zakresie spodziewamy się poprawy, ale nie przełomu.

Ożywienie na rynku kredytowym.

Kraje strefy euro są importerami netto surowców. Spadki ich cen wspierają gospodarkę, w szczególności kanałem konsumpcyjnym (wyższy dochód rozporządzalny). Oczywiście w 2016 nie jest możliwy spadek cen ropy (w ujęciu absolutnym) o skali 2014-2015, kiedy to baryłka staniała o 70\$ (45€). Jednak pozytywny wpływ na konsumpcję wcale nie musi być istotnie mniejszy, ponieważ reakcja konsumentów następuje często z opóźnieniem. W 2015 konsumenci mogli jeszcze nie do końca mieć przekonanie o trwałości spadku cen surowców i część uwolnionych środków powiększyła ich oszczędności. Teraz jest szansa że wydadzą więcej pieniędzy, zwłaszcza że sytuacja na rynku pracy poprawiła nastroje.

Wpływ tańszych surowców pozytywny...

Trzeba jednak mieć na uwadze, że mimo pozycji strefy euro jako importera, efekt netto spadku cen surowców jest mniejszy niż można intuicyjnie oczekiwać. Niższe koszty transportu, czy ogrzewania zwiększają dochód rozporządzalny gospodarstw domowych, co podnosi ich potencjał konsumpcyjny. Z drugiej strony, taniejąca ropa przynosi też negatywne skutki, zwłaszcza w krótkim terminie. Gospodarki eksporterów surowca są w większości mniej zaawansowane od europejskich (nie tylko pod względem ekonomicznym, ale także np. ochrony własności), dlatego duża część petrodolarów trafiała z powrotem na Stary Kontynent (aktywa finansowe, turystyka, nieruchomości, towary konsumpcyjne, dobra kapitałowe, usługi inżynierskie). Gwałtowny spadek przychodów ze sprzedaży surowca powoduje konieczność „awaryjnego” dostosowania gospodarek eksporterów, co wywołuje różnego rodzaju napięcia od sfery realnej poprzez rynki finansowe aż po geopolitykę. O ile więc per saldo tańsze surowce są dla krajów rozwiniętych pozytywne i będą wspierać ich gospodarkę, w szczególności kanałem konsumpcyjnym to zbyt gwałtowne zmiany w istocie nie służą dobrze nikomu, przynajmniej w krótkim terminie.

... ale nie aż tak jak się można intuicyjnie spodziewać.

W kontekście źródeł kontynuacji ożywienia w strefie euro należy wspomnieć o pozytywnych efektach dotychczasowych reform. Owszem, poprawa efektywności gospodarowania postępuje powoli, jednak nie można powiedzieć, że nic się nie zmieniło. Europa stała się bardziej konkurencyjna, co odzwierciedla m.in. wysoka nadwyżka na rachunku obrotów bieżących.

Pozytywny wpływ dotychczasowych reform.

Najistotniejsze ryzyka dla zakreślonego przez nas scenariusza związane są z pogorszeniem sytuacji politycznej (w Europie i na świecie) oraz kłopotami rynków wschodzących.

Ryzyko ze strony polityki i rynków wschodzących.

Od dłuższego czasu wspominamy o pogarszającym się klimacie politycznym w Europie w kontekście zagrożeń dla gospodarki i w konsekwencji rynków finansowych. Problemy z wpracowaniem spójnej polityki wynikają po części z przyczyn obiektywnych, ponieważ Unia jest zbiorem narodowych państw, których interesy (zwłaszcza krótkoterminowe) nie zawsze są zbieżne. Społeczeństwo, które w czasach przedkryzysowych utrzymywało spójność bloku byłoby dobrobyt i poczucie bezpieczeństwa. Gdy tego społeczeństwa zabrakło okazało się, że idea Wspólnoty Europejskiej ma znacznie mniejsze poparcie niż się wcześniej wydawało. W wielu krajach odżyły nurty eurosceptyczne i separatystyczne. Wpływ na aktywność gospodarczą niekorzystnych trendów politycznych uwidacznia się zwykle w dłuższym terminie, chyba że zjawiska przybierają

Pogarszanie się klimatu politycznego w Europie przybiera na sile.

gwałtowny charakter. Dezintegracja struktur europejskich (w tym strefy euro) wciąż nie jest naszym bazowym scenariuszem, ale jego prawdopodobieństwo istotnie wzrosło. Dla Europy paraliż polityczny w sytuacji gdy tak bardzo potrzeba współpracy byłby bardzo niebezpieczny. Trzy największe wyzwania na rok 2016 to poprawa zarządzania kryzysem imigracyjnym, zapobieżenie wystąpienia z Unii Wielkiej Brytanii i podtrzymanie programu naprawczego Grecji.

Pozostajemy pozytywnie nastawieni do akcji europejskich, ale w odróżnieniu od bieżącego roku, kiedy nasze podejście było jednoznacznie pozytywne, obecnie określibyśmy je raczej jako „neutralne plus”. Główny indeks akcji europejskich przyniósł w tym roku stopę zwrotu o 7% lepszą od swojego amerykańskiego odpowiednika, częściowo zmniejszając względne niedowartościowanie. Wciąż postrzegamy akcje europejskie jako atrakcyjne, w szczególności w porównaniu z amerykańskimi i rynków wschodzących (en block). Przekonuje nas przede wszystkim spory potencjał do poprawy zysków mimo powolnego tempa wzrostu gospodarczego. Obecny konsensus rynkowy wzrostu przyszłorocznych zysków dla spółek europejskich (bez brytyjskich) na poziomie 7% uważamy za zbyt konserwatywny i zakładamy, że w rzeczywistości znajdzie się on w granicach 10-15%. W wielu krajach panuje wysokie bezrobocie, które ogranicza presję płacową nawet w warunkach ożywienia gospodarczego (zwłaszcza tak słabego z jakim mamy do czynienia). Zatem przez pierwsze lata odbicia w koniunkturze większymi jego beneficjentami będą firmy, a nie gospodarstwa domowe. Dokładnie z taką samą sytuacją mieliśmy do czynienia ze spółkami amerykańskimi w latach 2010-2014, kiedy ich marże szybko się poprawiały, dzięki szybszemu wzrostowi przychodów niż kosztów.

W przypadku europejskich spółek mamy dodatkowo efekt słabszej waluty i niskich kosztów finansowania firm dzięki ekspansywnej polityce monetarnej EBC, której kierunek nieprędko się zmieni. Ponadto papiery dłużne, stanowiące bezpośrednią alternatywę dla akcji przynoszą jedynie symboliczny zysk a często stratę nominalną (ujemne rentowności).

Pewien impuls dla cen upatrujemy także w bardziej aktywnym gospodarowaniu wolnymi środkami finansowymi. Spodziewamy się wzrostu dywidend, skupów akcji własnych oraz fuzji i przejęć. W USA te aktywności przyczyniły się do popytu na akcje i wzrostu ich cen. Sądzymy, że Stary Kontynent w coraz większym stopniu będzie podążać tą drogą.

Akcje europejskie (Stoxx50) nie są szczególnie drogie, ale też nie tanie. Handlują się ze wskaźnikiem Cena/Zysk 14.5 dla zysków tegorocznych i ok. 13 dla przyszłorocznych (przy założeniu 10% wzrostu EPS co jest całkowicie realne).

## Rynki wschodzące – złamany model wzrostu / perspektywy na 2016.

### Złamany model wzrostu.

Mijający rok okazał się bardzo trudny dla krajów rozwijających się. Niestety, nie spodziewamy się aby w 2016 doszło do odwrócenia tej sytuacji. Uważamy, że w najbliższym czasie na rynki wschodzące (ogółem) nie powróci na trwałe dobra koniunktura, co nie wyklucza krótkoterminowych zrywów. Nie ustąpiły kluczowe przyczyny obecnych problemów jak również nie została dokonana wystarczająca korekta modeli gospodarczych. Kraje rozwijające się stosunkowo dobrze przeszły przez pierwsze lata kryzysu finansowego (po mocnym tąpnięciu szybko się odbiły), ale stało się to kosztem narastającej nierównowagi makroekonomicznej. Dla wielu z nich nadszedł opóźniony rachunek za krótkowzroczną politykę gospodarczą i życie ponad stan.

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do akcji ze względu na potencjał do poprawy zysków na tle łagodnej polityki pieniężnej.

Sprzyja słabsza waluta i niskie stopy.

Przestrzeń do lepszego gospodarowania wolnymi środkami pieniężnymi.

Rynek już częściowo zdyskontował wzrost zysków. Akcje nie są tanie.

2015 trudnym rokiem dla rynków wschodzących. 2016 raczej nie będzie łatwiejszy.

Znaczenie krajów rozwijających się w światowej gospodarce systematycznie rosło od początku lat 90-tych. Ich udział w nominalnym PKB skoczył z ok. 20% do blisko 40% (na bazie PPP z ok. 35% do ponad 50%). Wzrost do połowy ubiegłej dekady miał generalnie zdrowe podstawy. Dokonał się on w dużym stopniu dzięki globalizacji, która oznaczała nieskrępowany przepływ kapitału, know-how i otwarcie zachodnich rynków zbytu. W rezultacie nastąpił spektakularny wzrost produktywności, który uzasadniał poprawę stopy życiowej społeczeństw. Trend wzrostu produktywności zaczął wyhamowywać już w połowie ubiegłej dekady, ale prawdziwym przełomem był wybuch kryzysu finansowego. Kraje rozwinięte ograniczyły konsumpcję, a tym samym import z krajów rozwijających się. Te, w celu podtrzymania wzrostu gospodarczego, ratowały się przeprofilowaniem modeli ekonomicznych w kierunku popytu wewnętrznego. Nieliczne zrobiły to przez impuls fiskalny skierowany na inwestycje, większość przez rozpędzenie konsumpcji. Drugi sposób byłby niewykonalny, gdyby nie ultra luźna polityka pieniężna głównych banków centralnych świata, które ścięły stopy procentowe do zera i uruchomiły skupy aktywów zbijając rentowności obligacji. Inwestorzy widząc topniejące zyski z oprocentowania rodzimych papierów dłużnych desperacko szukali wyższych stóp zwrotu na rynkach wschodzących. Takie warunki pozwoliły finansować wzrost oparty na konsumpcji, ale kosztem narastającej nierównowagi ekonomicznej (przyrost zadłużenia, deficyty budżetowe i na rachunkach bieżących). Rządy nie miały odwagi tonować rozbudzonych w czasie prosperity aspiracji społeczeństw i brnęły w ryzykowny model wzrostu tak długo jak się dało.

Zapalnikami dla kryzysu na rynkach wschodzących było spowolnienie w Chinach (głównie przez ograniczenie importu surowców) oraz Fed stopniowo zacieśniający politykę monetarną (najpierw werbalnie, potem poprzez wygaszanie programu skupu aktywów aż po pierwszą podwyżkę stóp). Warunki finansowania stawały się coraz trudniejsze. W pierwszej kolejności i w najbardziej drastyczny sposób zostały dotknięte kraje „surowcowe” oraz uzależnione od międzynarodowego kapitału portfelowego (wysokie zadłużenie, deficyty budżetowe i na rachunkach bieżących).

Niezależnie od tego co posłużyło jako zapalnik dla odpływu kapitału z rynków wschodzących, pierwotną i nadrzędną przyczyną był spadek tempa wzrostu produktywności w krajach rozwijających się, który objawiał się w coraz niższym zwrocie na zainwestowanym kapitale. Wielokrotnie w przeszłości podkreślaliśmy, że podstawowym powodem zainteresowania kapitału z rynków rozwiniętych rynkami wschodzącymi jest atrakcyjna oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji a inne czynniki, takie jak luzowanie ilościowe mogą mieć znaczenie w krótkim terminie, ale raczej wzmacniają trend (lub też przyspieszają lub opóźniają jego zmianę) niż go kreują.

Biorąc pod uwagę powyższe, trwały powrót inwestorów na rynki wschodzące wymaga odwrócenia negatywnych tendencji zwrotu na zainwestowanym kapitale, a to z kolei warunkowane jest strukturalną poprawą gospodarowania. Tego nie da się zrobić w krótkim czasie, zwłaszcza w krajach gdzie społeczeństwa nie chcą przyjąć do wiadomości, że jedynym stabilnym źródłem wzrostu zamożności jest poprawa produktywności. Reformatorskie zmiany zapewne zostaną przeprowadzone, ale zazwyczaj wymaga to „dojścia do ściany”, co jak na razie dokonało się w niewielu miejscach.

Oceniając perspektywę krajów rozwijających należy pamiętać, że ich gospodarki są bardzo zróżnicowane. Chiny wytwarzając odpowiednio 1/3 i 15% PKB *emerging markets* oraz światowego stanowią klasę dla siebie. Wyodrębnić należy kraje „surowcowe”, dla których kopaliny są kołem zamachowym gospodarki dostarczając przychodów budżetowi, firmom (a

W ostatnich latach wzrost w krajach rozwijających się utracił swoje zdrowe podstawy i był coraz częściej ciągnięty na siłę.

Wyczerpał się model wzrostu oparty na kredycie i surowcach.

Pogorszenie efektywności gospodarek pierwotną przyczyną odpływu kapitału.

Poprawa zwrotu na kapitale warunkiem trwałego powrotu inwestorów na rynki wschodzące.

Gospodarki krajów rozwijających się są bardzo zróżnicowane, stąd perspektywy ich rynków finansowych także się różnią.

pośrednio gospodarstwom domowym) oraz przyciągając inwestycje. Kolejną kategorią są kraje takie jak Polska, które nie posiadają surowców, natomiast są zintegrowane gospodarczo (czasem również politycznie) z krajami rozwiniętymi. Wykorzystując swój główny atut tj. niższe koszty pracy stają się istotnym elementem łańcucha produkcyjnego krajów rozwiniętych.

### Perspektywy rynków wschodzących w 2016 roku.

W 2016 roku spodziewamy się dalszego spowolnienia wzrostu w Chinach do ok. 6%. Na aktywności gospodarczej odbijają się reformy zmierzające do zmniejszenia uzależnienia od inwestycji i eksportu. Racionalizacja wydatków w dłuższym terminie buduje zdrowsze fundamenty wzrostu, ale w krótkim ogranicza popyt i tym samym aktywność gospodarczą. Skala wyzwań, w szczególności w zestawieniu z trudnymi warunkami zewnętrznymi (słabość na większości rynków eksportowych) jest ogromna. Gospodarka zмага się z nagromadzonym długiem (na szczęście w większości wewnętrznym) i nadmiernymi mocami produkcyjnymi.

Istotnym zagrożeniem dla gospodarki chińskiej są trendy deflacyjne. Dynamika cen konsumenckich wynosi 1.5%, a ceny producentów spadają czwarty rok z rzędu (ostatni odczyt -5.9%). Niska inflacja oznacza przy danym wzroście realnym niski wzrost nominalny. Utrudnia to obsługę finansowania mocno zadłużonemu sektorowi prywatnemu oraz quasi-państwowym wehikułom inwestycyjnym, które realizowały projekty inwestycyjne na polityczne zamówienie. W konsekwencji stanowi także zagrożenie dla systemu finansowego. Niska inflacja ogranicza też efekt dotychczasowych obniżek stóp procentowych.

Wiele wskazuje na to, że przed głębszym spowolnieniem (w okolice 3-5%) może Chiny uchronić tylko aktywna polityka gospodarcza (dalsza stymulacja fiskalna i monetarna). Bardzo prawdopodobne są dalsze obniżki stóp procentowych i rezerw obowiązkowych, a także przyzwolenie na umiarkowaną dewaluację juana. Takie posunięcia (w szczególności ekspansja fiskalna) stoją jednak w pewnej sprzeczności z jednym z najważniejszych celów reform jakim jest zwiększenie efektywności wydatkowanych środków publicznych.

Państwo Środka będzie nadal zmagало się ze strukturalnymi problemami takimi jak bańka nieruchomościowa, nadmierne moce produkcyjne i wysokie zadłużenie. Powoli zaczyna dawać o sobie znać niekorzystna demografia (skutek wieloletniej polityki jednego dziecka). Wątpliwe, aby warunki zewnętrzne, wpływające na eksport były korzystniejsze niż w bieżącym roku.

Szacując znaczenie Chin z punktu widzenia gospodarki światowej warto pamiętać, że kluczową rolę odgrywa tutaj nie tyle ich aktywność gospodarcza (np. mierzona wielkością i dynamiką zmiany PKB), ale wartość popytu importowego (konsumowanego w kraju a nie przeznaczonego do wytwarzania produktów eksportowych). Ponieważ udział Chin w globalnym PKB to ok. 15% Chin, import stanowi 19% PKB, a spora jego część służy w istocie do produkcji dóbr eksportowych, wartość finalnego chińskiego popytu w odniesieniu do globalnego PKB wynosi ok. 2.5% - wielkość istotna, ale nie na tyle, żeby spowolnienie wzrostu o 2-3 punkty procentowe miało doprowadzić do globalnej katastrofy gospodarczej. Ocenę sytuacji komplikuje fakt, że popyt z Państwa Środka nie jest rozłożony równomiernie. Najbardziej wyeksponowani są eksporterzy surowców oraz kraje Azji Południowo-Wschodniej. Z ich punktu widzenia nie tylko spowolnienie, ale nawet zmiana struktury PKB (np. spadek inwestycji na rzecz konsumpcji usług) może mieć bardzo negatywne skutki. Kondycja wielu krajów rozwijających się została mocno nadwyrężona kryzysem i dla nich słabszy popyt z Chin może okazać się przysłówowym gwoździem do

Dalsze spowolnienie w Chinach.

Trendy deflacyjne poważnym problemem dla zlewarowanej gospodarki.

Tylko aktywna polityka pieniężna i fiskalna może uchronić Chiny przed twardym lądowaniem.

Gospodarka zмага się ze strukturalnymi problemami.

Import z Chin ważny dla świata, ale nie krytyczny. Najbardziej zależne kraje surowcowe i Azja Pd.-Wsch.

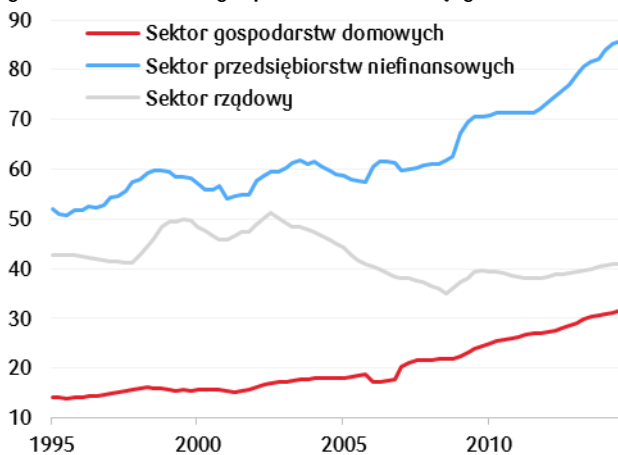


trumny. Ich problemy poprzez kanał finansowy (ale także handlowy) mogą rozlać się szeroko po świecie.

Problemy krajów rozwijających się są bardzo poważne. Doskonale je widać na przykładzie niegdysiejszych gwiazd, tj. krajów BRICS, spośród których dwa są w recesji (Brazylia, Rosja), dwa w fazie silnego spowolnienia (Chiny, Afryka Południowa) i jedynie Indie w miarę się bronią (choć odbicie ma po części związek z tym, że spowolnienie przyszło tam wcześniej). Rynki wschodzące odczuwają konsekwencje inwestycyjnego boomu w Chinach (surowce) i luźnej polityki głównych banków centralnych, która zbyt łatwo pozwoliła na zadłużanie się i życie ponad stan. Pozostaną one, naszym zdaniem, głównym źródłem ryzyka w nadchodzących miesiącach a najprawdopodobniej w całym roku 2016.

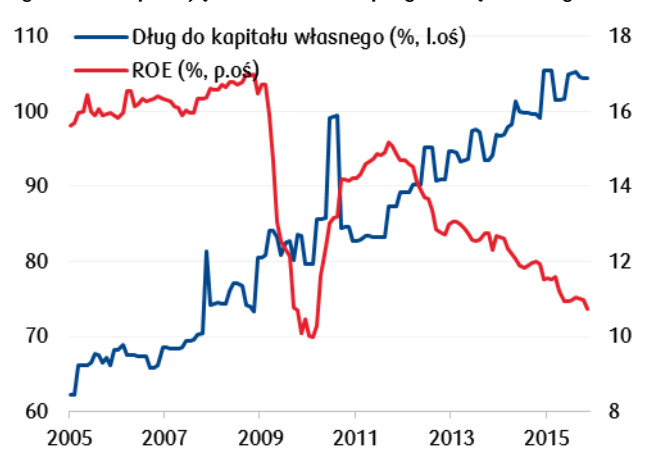
Kraje rozwijające się pozostaną głównym źródłem ryzyka w 2016 roku.

Wykres 9. Zadłużenie gospodarek wschodzących vs. PKB.



Źródło: BIS, IIF

Wykres 10. Spadająca rentowność przy rosnące dźwigni.



Źródło: Bloomberg, IIF

Mimo spokojnego przyjęcia przez rynki finansowe pierwszej podwyżki stóp procentowych w USA obawiamy się, że obawy o skutki dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej w USA w połączeniu z innymi czynnikami (słabość światowego handlu, niskie ceny surowców) będzie niekorzystnie oddziaływać na rynki wschodzące. Wiele krajów rozwijających się jest silnie zadłużonych, w tym w dużej części w walutach obcych (w szczególności sektor prywatny). Znaczna część zobowiązań (także denominowanych w lokalnych walutach) znajduje się w portfelach inwestorów międzynarodowych. Spodziewamy się presji na waluty krajów wschodzących oraz wzrostu kosztu finansowania, co będzie się negatywnie przekładać na gospodarki i rynki akcji.

Jeszcze nie czas na powrót na giełdy rynków wschodzących.

## USA

16 grudnia Fed zdecydował się na pierwszą od 10 lat podwyżkę, kończąc tym samym 7-letni okres „zerowych stóp procentowych” (w istocie był to przedział 0-0.25%). Dalsze kroki będą uzależnione od stanu gospodarki, w szczególności trendów inflacyjnych. Janet Yellen zasugerowała, że normalizacja polityki monetarnej będzie miała łagodny przebieg. Decyzje Rezerwy Federalnej poprzez wpływ na gospodarkę USA mają duży pośredni wpływ na pozostałe kraje, a zważywszy na wartość i mobilność kapitału będącego w dyspozycji amerykańskich inwestorów, znaczenie dla globalnych rynków finansowych jest jeszcze większe. Mówi się czasem, bez wielkiej przesady, że każdy instrument finansowy będący w wolnym obrocie jest benchmarkowany do amerykańskiej krzywej rentowności papierów skarbowych.

Fed zdecydował się na pierwszą podwyżkę od 10 lat...

Trudno jednoznacznie stwierdzić co ostatecznie przekonało Fed do podjęcia decyzji o podwyżce stóp. Komunikat FOMC i prezes Yellen podczas konferencji prasowej starały się wyjaśnić motyw, ale wątpliwości pozostały. Dane ekonomiczne nie stawiały Fed-u pod ścianą. Gospodarka radzi sobie nieźle,

... z obawy o wzrost inflacji związany z bardzo niskim bezrobociem.

jednak daleko jej do stanu przegrzania. Bazowy wskaźnik inflacji PCE pozostaje czwarty rok z rzędu poniżej 2%-owego celu i znajduje się obecnie na poziomie 1.3%. Ryzyko wymknięcia się spod kontroli inflacji, zważywszy na mocnego dolara, dezinflacyjne tendencje w Chinach i niskie ceny surowców wydaje się niewielkie. Prawdopodobnie oprócz kwestii reputacyjno-komunikacyjnych (członkowie FOMC od dawna odsuwali w czasie podwyżkę wbrew swoim własnym sugestiom przedstawianym rynkom finansowym), zdecydowała obawa, że zacieśniający się rynek pracy wytworzy w końcu presję na silny wzrost płac, co wprowadzi inflację na ścieżkę szybkiego wzrostu. Wówczas Fed, jeśli chciałby uniknąć istotnego przestrzelenia 2%-owego celu musiałyby gwałtownie podnosić stopy, co wprowadziłoby do gospodarki (nie tylko amerykańskiej) poważne zakłócenia. Być może bank centralny chce również zbudować rodzaj bufora, który będzie można użyć gdy nadejdzie kolejna recesja.

Główną przeszkodą dla szybkiego zacieśnianiem polityki monetarnej przez Fed jest silny dolar. Amerykańska waluta umocniła się w 2015 o ok. 10% względem koszyka walut głównych partnerów handlowych. Aprecjacja od połowy 2014 wyniosła zaś ok. 20% co według modelu Fed odpowiada podwyżkom stóp w skali ok. 150 pb. Silny dolar ma oczywiście także wpływ na aktywność gospodarczą (eksport netto), zyski spółek oraz, co bardzo ważne, wpływa na sytuację na rynkach międzynarodowych (surowce, zadłużenie).

Pespektywy aktywności gospodarczej w USA w 2016 roku są umiarkowanie pozytywne. Sądzymy że tempo wzrostu nieznacznie przekroczy 2%, co oznaczać będzie spowolnienie z okolic 2.4% w 2015. Pytaniem „za milion dolarów” jest czy przy malejącym bezrobociu (spadek od szczytu pod koniec 2010 z 9.8% do 5% obecnie) ujrzymy szybszy wzrost płac, a w ślad za nim trwałe odbicie w inflacji. Warto zauważyć, że spadek bezrobocia dokonał się na tle znacznie słabszego odbicia wzrostu gospodarczego w porównaniu do poprzednich cykli ekonomicznych, co oznacza słaby przyrost produktywności i w konsekwencji spadek potencjalnego tempa wzrostu PKB. Gdyby dynamika ożywienia była zbliżona do poprzednich epizodów wychodzenia z recesji, wówczas bezrobocie niewiele by spadło od szczytu.

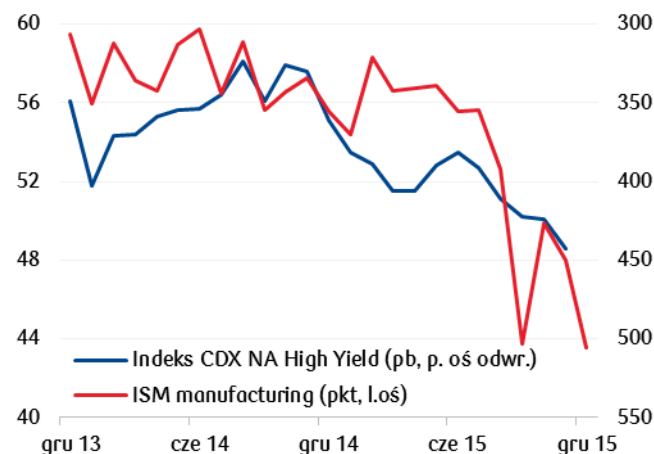
Dużym problemem dla gospodarki (a jeszcze większym dla giełdy) jest silny dolar. Wprawdzie udział sektora wytwórczego w PKB i zatrudnieniu jest stosunkowo nieduży (12-15%), to jednak udział w zyskach spółek z indeksu S&P500 wynosi ok. 2/3. Ostatni odczyt indeksu ISM Manufacturing poniżej 50 sugeruje, że sektor wytwórczy znajduje się w recesji.

Silny dolar przeszkadza gospodarce i chłodzi głowy członków FOMC.

Perspektywy wzrostu PKB w 2016 umiarkowanie pozytywne.

Silny dolar osłabia zyski spółek.

Wykres 11. USA: słaby przemysł i rosnące ryzyko kredytowe



Źródło: Thomson Reuters

Wykres 12. USA: wysokie wskaźniki wycen



Źródło: I/B/E/S

Sądzymy, że konsumpcja będzie rosła w tempie zbliżonym do 3%. Spadek bezrobocia powinien pociągnąć za sobą przyspieszenie w płacach. Wszystko wskazuje na to, że utrzymają się niskie ceny surowców. W 2015 duża część została zaoszczędzona przez gospodarstwa domowe (wzrost stopy oszczędzania do 5,6%). Spowodowane było to zapewne brakiem przekonania o trwałości spadków cen paliw oraz chęcią wzmocnienia bilansów domowych. Dalsza poprawa na rynku pracy powinna dać konsumentom większy komfort wydawania pieniędzy.

Ekspert netto będzie najprawdopodobniej negatywnie oddziaływał na wzrost. Silny dolar (mniej konkurencyjny eksport, tańszy import) w połączeniu ze słabością rynków zewnętrznych i względnie silnym popytem wewnętrznym będą tworzyć presję na bilans wymiany handlowej.

W przyszłym roku poznamy nowego prezydenta USA. Jeżeli w szranki z Hilary Clinton stanie Donald Trump (ma on realne szanse na nominację Republikanów), przedsiębiorcy mogą obawiać się ryzyka wypłynięcia polityki na „nieznane wody” i wstrzymać się z inwestycjami.

Trwający od kilku lat nieprzerwanie wzrost gospodarczy oraz niskie nakłady inwestycyjne z poprzednich lat spowodowały dekapitalizację majątku produkcyjnego co sugeruje dodatkowy impuls dla wydatków. Inwestycje prywatne składają się z trzech głównych kategorii: budowlę, sprzęt i wartości niematerialno-prawne. Skłonność przedsiębiorców do inwestowania zależy od oceny przyszłego popytu na towary i usługi oraz warunków finansowania. Oba te czynniki nie wróżą silnego odbicia w inwestycjach. O ile finansowanie wciąż można uznać za łagodne (choć wzrost spreadów na rynku kredytowym oraz stopy referencyjnej pogarszają sytuację w stosunku do ubiegłych lat), to prognozy popytu nie są korzystne. Silny dolar i słabość na rynkach zagranicznych nie najlepiej wróżą popytowi na amerykańskie towary i usługi. W dodatku z powodu niskich cen ropy problemy przeżywa sektor energetyczny - główny „inwestor” w ostatnich latach.

Najpoważniejszym ryzykiem dla gospodarki amerykańskiej w przyszłym roku jest niekorzystny rozwój wypadków za granicą. Gospodarka USA jest dość zamknięta (eksport 14% PKB) co przy stabilnych trendach wewnętrznych obniża ryzyko niekorzystnych niespodzianek. Niemniej nie jest ona odporna na otoczenie zewnętrzne. Warto też zwrócić uwagę, że rok 2016 będzie najprawdopodobniej siódmym rokiem nieprzerwanego wzrostu, co stawia obecną ekspansję wśród najdłuższych w historii (choć niestety dość płytkich co po części wyjaśnia jej długość). Z każdym rokiem rośnie ryzyko przerwania tego cyklu.

Nie sądzymy aby amerykański rynek akcji dostarczył w 2016 roku dużo powodów do zadowolenia. Spodziewamy się drugiego z rzędu roku ze stopą zwrotu w okolicach zera z lekką tendencją dodatnią. Indeks S&P500 handluje się obecnie blisko 17-krotności zysków prognozowanych na przyszły rok, czyli poziomu, który w historii bardzo rzadko był przekraczany. Marże netto znajdują się blisko rekordowych poziomów co po części wynika to ze zwiększenia udziału w kompozytach wysokomarżowych spółek technologicznych. Po części jednak spółki zawdzięczają wysokie marże bardzo niskim kosztom finansowych oraz stagnacji w płacach. Kierunek tych dwóch czynników będzie powoli się odwracać. Nie sądzymy, żeby wolumeny sprzedaży rosły w tempie wystarczającym aby z nadatkiem zrekompensować erozję marż, zwłaszcza w środowisku silnego dolara. Niepokojące sygnały płyną z rynku ryzyka kredytowego. W przeszłości często obligacje korporacyjne były dobrym prognostykiem dla koniunktury na rynku akcji.

Perspektywy konsumpcji pozostają pozytywne, czego nie można powiedzieć o...

...eksporcie,...

... polityce,...

...i inwestycjach.

Otoczenie zagraniczne dużym źródłem ryzyka dla gospodarki i jeszcze większym dla giełdy.

Jesteśmy neutralne nastawienie do amerykańskich spółek.

Ryzyko dla rynku akcji stanowi różnica w projekcjach ścieżek stóp procentowych zakładanych przez członków Fed i wycenianych przez rynek. Mediana prognoz członków FOMC wskazuje na kontynuację cyklu podwyżek o 90pb (do 1.4%) w 2016 i 190 pb (do 2.4%) w 2017. Naszym zdaniem nie zaistnieją warunki do wdrożenia takiej polityki. Według nas główna stopa referencyjna znajdzie się w przyszłym roku w przedziale 0,5-1%, co oznacza maksymalnie dwie podwyżki po 25 pb każda. Również prognozy Fed na 2017 rok uważamy za zbyt agresywne. Niezależnie od naszego punktu widzenia, nie sposób ignorować projekcji osób, które podejmują przedmiotowe decyzje. Dlatego ryzyko dla naszego scenariusza stopy referencyjnej jest niesymetryczne, tj. większe w górę niż w dół. Podobnie tę kwestię może postrzegać rynek, co będzie wywierać niekorzystną presję na akcje aż do momentu gdy projekcje Fed zbliżą się do rynkowych. Same podwyżki niekoniecznie szkodzą akcjom. Istotny jest tutaj kontekst. Jeśli mają one prewencyjny charakter (schłodzenie wzrostu w celu uniknięcia nadmiernej presji inflacyjnej) oraz dokonują się na tle silnie rosnącej gospodarki i rosnących zysków spółek, wówczas zagrożenie dla akcji jest umiarkowane. Tym razem mamy do czynienia z bardziej subtelną sytuacją. Podwyżka co prawda wydaje się mieć charakter prewencyjny (inflacja jest pod kontrolą), ale gospodarkę trudno postrzegać jako przegrzaną a zyski spółek wyhamowały. Gdyby zatem Fed zdecydował się na silniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej niż zakłada rynek efekt byłby zdecydowanie negatywny. Bardzo dużo będzie zależeć od dolara. Aż 1/3 przychodów i zysków spółek z indeksu S&P500 pochodzi z rynków zagranicznych. Zgodnie z naszą prognozą dolar umocni się wobec euro do 1.02, jak również w stosunku do większości walut rynków wschodzących.

# KWARTALNIK RYNKOWY I SPOJRZENIE W ROK 2016

Analizy i Strategie Rynkowe



Bank Polski

## BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

**PKO Bank Polski S.A.**

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

### **Dyrektor Biura**

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

### **Rynek Stopy Procentowej**

Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Marta Dziedzicka

t: 22 521 61 66

marta.dziedzicka@pkobp.pl

### **Rynek Walutowy**

Joanna Bachert

t: 22 521 41 16

joanna.bachert@pkobp.pl

Jarosław Kosaty

t: 22 521 65 85

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

### **Analizy Ilościowe**

Artur Płuska

t: 22 521 50 46

artur.pluska@pkobp.pl

## DEPARTAMENT SKARBU

**Zespół Klienta Strategicznego:**

t: 22 521 76 43

t: 22 521 76 50

**Zespół Klienta Korporacyjnego:**

t: 22 521 76 35

t: 22 521 76 37

**Zespół Klienta Detalicznego:**

t: 22 521 76 27

t: 22 521 76 31

**Institucje finansowe:**

t: 22 521 76 25

t: 22 521 76 26

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. PKO BP SA dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. PKO BP SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa; Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; Kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.