

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o aktywności gospodarczej w Chinach.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. ub. r. nie zmieniło się w porównaniu do III kw. i wyniosło 1,8% kw/kw (6,8% r/r wobec 6,9% w III kw.). Ponadto pozostałe dane miesięczne (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich) wskażą w sumie na utrzymanie w grudniu podobnego jak w listopadzie tempa aktywności gospodarczej. Dane potwierdzą relatywnie dobrą sytuację gospodarczą w Chinach, a tym samym powinny przyczynić się do spadku globalnej awersji do ryzyka i lekkiego umocnienia złotego.
- **W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem nie przyniesie ono zmian w polityce pieniężnej w strefie euro. Na konferencji prasowej prawdopodobnie pojawią się pytania dotyczące spowolnienia w Chinach i jego negatywnego wpływu na wzrost gospodarczy i inflację w strefie euro. Ponadto podczas konferencji zostanie zapewne poruszona kwestia wpływu spadku cen ropy na światowych rynkach na perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro. Prezes EBC, M. Draghi może zaznaczyć, że w razie opóźnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie EBC jest gotowy do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, np. poprzez wydłużenie horyzontu czasowego oraz zwiększenie skali lub zmianę struktury obecnie realizowanego programu luzowania ilościowego, jak i dalsze obniżki stóp procentowych. Podczas konferencji po posiedzeniu EBC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W piątek opublikowane zostaną wstępne, styczniowe wskaźniki koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nieznacznie obniży się do 54,2 pkt. z 54,3 pkt. w grudniu. Spadek wskaźnika wynika z oczekiwanego, lekkiego pogorszenia sytuacji w Niemczech oraz jednoczesnej poprawy koniunktury we Francji. We wtorek poznamy również odczyt indeksu ZEW obrazującego nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Rynek oczekuje, że wartość indeksu spadnie w styczniu do 9,0 pkt. wobec 16,1 pkt. w grudniu.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą utrzymujące się wysokie liczby rozpoczętych budów domów (1200 tys. w grudniu wobec 1173 tys. w listopadzie), pozwoleń na budowę (1217 tys. wobec 1282 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,03 mln wobec 4,76 mln). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks Philadelphia FED wzrósł w styczniu do -3,0 pkt. z -5,9 pkt. w grudniu. Oczekujemy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynek finansowy będzie ograniczony.
- **W środę poznamy grudniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w stosunku do listopada i wyniosła 1,2% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia, zmniejszyła się w grudniu do 3,5% r/r wobec 4,0% w listopadzie, co było wynikiem ustąpienia efektu niskiej bazy. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **W czwartek opublikowane zostaną krajowe dane o grudniowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do 4,8% r/r w grudniu wobec 7,8% w listopadzie, a nominalne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej spadło do 1,7% r/r wobec 3,3%. Obniżenie dynamik produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej było spowodowane głównie niekorzystną różnicą liczby dni roboczych. Uważamy, że zagregowany wpływ niższych od oczekiwań rynkowych odczytów dynamik produkcji i sprzedaży będzie lekko negatywny dla złotego i pozytywny dla cen krajowego długu.

**W zeszłym tygodniu**

- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia była aktualizacja długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje Standard & Poor's oraz Fitch.** Agencja Standard & Poor's podjęła decyzję o jego obniżeniu z A- do BBB+ oraz zmianie perspektywy ratingu z pozytywnej na negatywną. Tak znaczącą i nieoczekiwaną przez rynek zmianę ratingu agencja uzasadniła wprowadzeniem przez nowy rząd ustaw, które w jej ocenie osłabiają niezależność i efektywność kluczowych instytucji państwa - Trybunału Konstytucyjnego, mediów publicznych oraz służby cywilnej. Zgodnie z komunikatem negatywna perspektywa ratingu oznacza, że prawdopodobieństwo dalszego obniżenia ratingu w ciągu kolejnych 24 miesięcy wynosi co najmniej 1/3. Ewentualna decyzja o dalszym obniżeniu ratingu może być spowodowana ograniczeniem wiarygodności banku centralnego lub silniejszym od obecnych oczekiwań pogorszeniem sytuacji finansów publicznych. Inną ocenę przedstawiła agencja Fitch, która pozostawiła dotychczasowy rating Polski na niezmiennym poziomie (A-) oraz utrzymała jego stabilną perspektywę. W uzasadnieniu zwróciła ona jednak uwagę na przyjęte ustawy dotyczące Trybunału Konstytucyjnego i mediów publicznych, które ograniczają mechanizmy kontrolne w ramach trójpodziału władzy. Agencja Fitch wskazała również, że podatki sektorowe mogą pogorszyć klimat biznesowy, ograniczyć inwestycje i tempo wzrostu gospodarczego. Decyzja Standard & Poor's o obniżeniu ratingu doprowadziła do silnego wzrostu kursu EURPLN (osłabienie złotego o ok. 1,7%) w ubiegły piątek. Naszym zdaniem jest ona negatywna dla złotego i cen polskich obligacji, jednak brak zmian ratingów przyznawanych przez agencję Fitch sygnalizuje niskie prawdopodobieństwo silnej wyprzedaży polskich papierów.
- **Kancelaria Prezydenta przedstawiła prezydencki projekt ustawy frankowej.** Głównym rozwiązaniem ustawy jest przewalutowanie pozostających do spłaty rat kredytów walutowych na złote po tzw. „kursie sprawiedliwym”. Kurs sprawiedliwy wyznaczany będzie indywidualnie dla każdego kredytu według następującego algorytmu. W pierwszym kroku kredytodawca oblicza wysokość rat dla hipotetycznego kredytu w złotych. Następnie oddzielnie sumuje on spłacone raty kredytu walutowego oraz oddzielnie sumuje analogiczne raty hipotetycznego kredytu złotowego. W kolejnym etapie od sumy rat kredytu walutowego kredytodawca odejmuje sumę rat kredytu hipotetycznego. Uzyskaną różnicę kredytodawca dodaje do hipotetycznej wartości kredytu wyrażonej w złotych. Suma ta podzielona jest przez kapitał pozostały do spłaty, wyrażony w walucie obcej, co daje tzw. kurs sprawiedliwy. Następnie wysokość raty kredytu oraz kapitału pozostałego do spłacenia w złotych uzyskiwane są poprzez pomnożenie ich wielkości wyrażonych we frankach szwajcarskich przez kurs sprawiedliwy. Zgodnie z prezydenckim projektem kurs sprawiedliwy nie może być niższy niż kurs zaciągnięcia kredytu walutowego ani też wyższy niż aktualna wartość kursu waluty obcej. Wszystkie obliczenia związane z przewalutowaniem wykonywane będą po kursie NBP, a spread pomiędzy kursem bankowym a kursem NBP będzie zwracany kredytobiorcy przez kredytodawcę. W naszej ocenie wejście w życie tej ustawy przyczyniłoby się do powstania znaczącej straty w sektorze bankowym, która doprowadziłaby do gwałtownego spadku akcji kredytowej i silnego wyhamowania wzrostu gospodarczego. Oszacowanie wpływu rozwiązań zaproponowanych w tej ustawie na potencjał kredytowy sektora bankowego przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.
- **W ubiegłym tygodniu Senat wybrał 3 nowych członków RPP.** Są nimi Marek Chrzanowski, Eugeniusz Gatnar oraz Jerzy Kropiwnicki. Sejm wybierze kolejnych dwóch członków (kandydatami PiS są Eryk Łon i Grażyna Ancyparowicz) najprawdopodobniej 29 stycznia br. Przed głosowaniami miały miejsce przesłuchania kandydatów, podczas których zaprezentowali oni swoje poglądy dotyczące prowadzenia polityki monetarnej. M. Chrzanowski powiedział, że polityka pieniężna może służyć do wspierania wzrostu gospodarczego o ile nie zagraża to stabilności cen. Zdaniem E. Łona w przypadku uporczywej deflacji trzeba będzie rozważyć

„odpowiednie działania banku centralnego”. Z kolei E. Gatnar, G. Ancyparowicz i J. Kropiwnicki sygnalizowali, że aktualny poziom stóp procentowych w Polsce jest odpowiedni. J. Kropiwnicki dodatkowo podkreślił, że jest sceptyczny jeśli chodzi o pobudzenie wzrostu gospodarczego za pomocą polityki pieniężnej. Mimo umiarkowanie jastrzębich wypowiedzi większości zgłoszonych przez PiS kandydatów do RPP (co było zgodne z naszymi oczekiwaniami) rynek zareagował nasileniem oczekiwań na obniżki stóp.

**Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła na ubiegłotygodniowym posiedzeniu stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).**

Wydźwięk komunikatu po posiedzeniu Rady i wypowiedzi prezesa NBP były jednak bardziej gołębie niż w grudniu ub.r. Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w najbliższych kwartałach inflacja będzie powoli rosła, jednak jej zdaniem ze względu na ponowny spadek cen surowców tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych może być niższe niż dotychczas oceniano. Na konferencji prezes NBP M. Belka stwierdził, że inflacja osiągnie dodatni poziom "nieco później niż w lutym", a bardzo niski poziom inflacji utrzyma się przez większość 2016 r. Oczekuje on, że ścieżka inflacji w projekcji marcowej zostanie obniżona w porównaniu z projekcją listopadową o "kilka dziesiątych punktu procentowego", a dynamika PKB zostanie lekko zrewidowana w górę. Podkreślił on jednocześnie, że nie lekceważy obaw związanych z utrzymującą się deflacją oddziałującą w kierunku utrwalenia niskich oczekiwań inflacyjnych, jednak nie spodziewa się gwałtownych zmian w polityce pieniężnej (por. MAKROpuls z 14.01.2016). Styczeniowe posiedzenie Rady było ostatnim w obecnym składzie. W lutowym posiedzeniu RPP weźmie udział pięciu nowych członków wybranych przez Sejm i Senat (patrz powyżej), a w marcowym kolejnych trzech członków wybranych przez Sejm i Prezydenta. Podtrzymujemy ocenę, że oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu PKB w IV kw. ub. r. i I kw. 2016 r. oraz odległa perspektywa powrotu inflacji do celu, która zostanie najprawdopodobniej zasygnalizowana w projekcji przygotowanej przez NBP w marcu 2016 r., skłonią RPP do obniżenia stóp procentowych o 50 pb w marcu 2016 r. (z ryzykiem przesunięcia obniżki na lipiec br.). Czynnikiem ryzyka dla prognozowanej przez nas ścieżki stóp NBP jest obniżka ratingu Polski przez S&P oraz projekt ustawy frankowej zaproponowany przez prezydenta, oddziałujące w kierunku osłabienia kursu złotego. Obniżka stóp o 50 pb przyczyniłaby się najprawdopodobniej do pogłębienia zmienności krajowej waluty, czego nowa RPP zapewne będzie chciała uniknąć

**W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.**

Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w grudniu do -0,4% wobec -0,9% w listopadzie. Wzrost wskaźnika był spowodowany zwiększeniem miesięcznych dynamik produkcji w górnictwie oraz kategorii „dostawa mediów”, podczas gdy dynamika produkcji w przetwórstwie nie zmieniła się w stosunku do listopada. Jednocześnie wykorzystanie mocy produkcyjnych zmniejszyło się w grudniu do 76,5% wobec 76,9% w listopadzie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się w grudniu o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,4% w listopadzie. Po wyłączeniu samochodów sprzedaż zmniejszyła się w grudniu o 0,1% m/m wobec wzrostu 0,3% w listopadzie. Spadek wskaźnika wynikał ze zmniejszenia dynamik sprzedaży w większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu opublikowano również wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State zmniejszył się w styczniu do -19,4 pkt. wobec -6,2 pkt. w grudniu ub.r., wskazując na pogorszenie sytuacji w amerykańskim przetwórstwie. Na poprawę nastrojów konsumentów wskazał natomiast wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w styczniu do 93,3 pkt. wobec 92,6 pkt. w grudniu ub.r. W kierunku spadku wskaźnika oddziaływał wzrost składowej dla oczekiwań, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało pogorszenie oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w IV kw. ub. r. do 2,0% wobec 2,1% w III kw., a w całym 2015 r. PKB wzrósł o 2,5% wobec 2,4% w 2014 r.

- ✔ **Saldo chińskiego bilansu handlu zagranicznego zwiększyło się w grudniu do 60,1 mld USD wobec 54,1 mld USD w listopadzie.** Wzrost nadwyżki bilansu handlowego miał miejsce przy jednoczesnym silnym wzroście dynamiki eksportu (-1,4% r/r w grudniu wobec -6,8% w listopadzie) przy umiarkowanym wzroście dynamiki importu (-7,6% w grudniu wobec -8,7% w listopadzie). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą tempo wzrostu chińskiego PKB w IV kw. ub. r. zmniejszyło się do 6,8% wobec 6,9% w III kw., a w całym 2015 r. spadło do 6,8% wobec 7,3% w 2014 r.
- ✔ **W listopadzie odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w Polsce w wysokości 620 mln EUR wobec deficytu 163 mln EUR w październiku.** Jest to pierwsza nadwyżka na rachunku obrotów bieżących od maja 2015 r. Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących wynikała z wyższych sald obrotów towarowych, usług, dochodów pierwotnych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 257 mln EUR, 72 mln EUR, 287 mln EUR oraz 167 mln EUR wyższe niż w październiku). Na szczególną uwagę zasługuje rekordowe dodatnie saldo na rachunku obrotów towarowych, które było najwyższe przynajmniej od stycznia 2010 r. (początek publikacji danych o bilansie płatniczym zbieranych zgodnie z jednolitą metodologią). Dynamika eksportu wzrosła w listopadzie do 12,6% r/r wobec 3,0% w październiku, a tempo wzrostu importu zwiększyło się do 5,4% r/r w listopadzie wobec -2,9% w październiku. Główną przyczyną zwiększenia dynamik eksportu i importu pomiędzy październikiem a listopadem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Dodatkowo, zgodnie z komunikatem NBP, o wzroście eksportu zadecydowała sprzedaż za granicę wyrobów przemysłu elektronicznego, motoryzacyjnego i odzieży, głównie do krajów Unii Europejskiej. Dane stanowią istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2015 r. relacja salda na rachunku obrotów bieżących do PKB nie zmieniła się w stosunku do 2014 r. i wyniosła -0,8%.
- ✔ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w grudniu do -0,5% r/r wobec -0,6% w listopadzie.** Wzrost inflacji (o 0,1 pp.) wynikał z wyższej dynamiki cen paliw (-10,8% r/r w grudniu wobec -12,8% w listopadzie). Zgodnie z naszym szacunkiem inflacja bazowa w grudniu nie zmieniła się w stosunku do listopada i wyniosła 0,2% r/r (por. MAKROpuls z 15.01.2016). Prognozujemy, że deflacja skończy się na przełomie III i IV kw. br. Głównym czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji jest kontynuacja spadku cen ropy naftowej na światowych rynkach.

## Rating spada, potencjał kredytowy wciąż na plusie

**W ubiegłym tygodniu Sejm przyjął ustawę o podatku od niektórych instytucji finansowych akceptując większość poprawek zgłoszonych przez Senat. Ustawa została podpisana również przez prezydenta. Poniżej przedstawiamy oszacowany przez nas wpływ wprowadzenia w życie ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych na możliwość zwiększenia akcji kredytowej przez banki w 2016 r. (dalej potencjał kredytowy).**

Zgodnie z ustawą, opodatkowaniem zostaną objęte banki (krajowe, oddziały banków zagranicznych, oddziały instytucji kredytowych), zakłady ubezpieczeń i reasekuracji, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz firmy pożyczkowe. Zwolniony z podatku bankowego zostanie Bank Gospodarstwa Krajowego oraz ewentualnie inne banki państwowe, które mogą powstać w przyszłości. W przypadku banków podstawą opodatkowania objęte będą aktywa powyżej 4 mld. Z podstawy opodatkowania wyłączone zostaną obligacje skarbu państwa oraz fundusze własne. Stawka opodatkowania została ustalona na poziomie 0,0366% miesięcznie (0,44% w ujęciu rocznym). Podatek ma obowiązywać od 1 lutego br.

W naszej analizie skupiliśmy się na ocenie wpływu wprowadzenia podatku tylko od banków, pominięty został efekt nałożenia podatku na inne instytucje finansowe. Na podstawie najnowszych, dostępnych publicznie danych nt. bilansów banków działających w Polsce (w przypadku większości banków są to



dane z września 2015 r., dla pozostałych – koniec 2014 r.) oszacowaliśmy wielkość podatku bankowego przypadającego na każdy z nich. Roczne, sumaryczne wpływy podatkowe od całego sektora bankowego szacujemy na poziomie 4,0 mld zł. Biorąc pod uwagę, że w br. podatek będzie obowiązywał przez 11 miesięcy, wpływy do budżetu w 2016 r. będą niższe i wyniosą 3,7 mld zł. Z płacenia podatku bankowego będą jednak zwolnione banki realizujące programy naprawcze. Zgodnie z informacjami KNF banki, które odnotowały stratę w IV kw. ub. r. zostaną objęte programem postępowania naprawczego. Zgodnie z naszymi szacunkami stratę w IV kw. odnotowały niektóre banki (m.in. Getin Noble Bank, BPH i Bank Ochrony Środowiska). W efekcie suma podatku płaconego przez cały sektor bankowy obniży się do 3,1 mld zł.

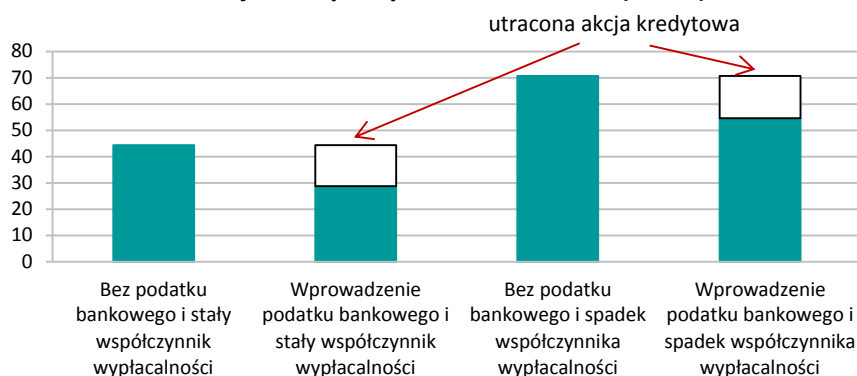
Zgodnie z regulacjami KNF od 1 stycznia br. rekomendowany bankom współczynnik adekwatności (relacja aktywów ważonych ryzykiem do kapitałów własnych, inaczej współczynnik wypłacalności) wynosi 13,25%. KNF zalecił również indywidualne bufory kapitałowe na banki, które posiadają znaczące ekspozycje na kredyty walutowe we frankach szwajcarskich (mBank, PKO BP, BZ WBK, Millennium i Getin Noble Bank). Szacujemy, że pomimo znaczących obciążeń sektora bankowego w ub. r. w postaci wpłaty do BFG ze względu na bankructwo SK Banku (2 mld) oraz opłat na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców (łącznie 600 mln) w przypadku większości banków w 2015 r. został osiągnięty dodatni wynik netto. Zakładamy, że banki, które po wypłacie dywidendy (zgodnie z zaleceniami KNF) nie będą spełniać regulacji dotyczących minimalnego poziomu współczynnika wypłacalności zostaną odpowiednio dokapitalizowane. Przyjęte założenie o sposobie osiągnięcia zalecanego współczynnika wypłacalności (dokapitalizowanie lub ograniczenie sumy bilansowej) nie jest krytyczne dla wyników naszych obliczeń, gdyż zbyt niskie współczynniki adekwatności występują w przypadku kilku, mniejszych banków.

Nałożenie podatku na banki oddziałuje, przy pozostałych warunkach niezmiennych w kierunku zmniejszenia akcji kredytowej. Środki poniesione na opłacenie podatku mogłyby być bowiem przeznaczone na podniesienie kapitału własnego banków i zwiększenie sumy aktywów zgodnie z założonym współczynnikiem wypłacalności. Zakładamy, że część kosztów związanych z podatkiem bankowym zostanie najprawdopodobniej przerzucona przez banki na klientów poprzez m.in. podwyższenie marż kredytowych, opłat i prowizji. W naszej analizie zakładamy, że z szacowanego przez nas kosztu podatku na poziomie 3,1 mld zł ok. 0,7 mld (22%) zostanie przeniesione na klientów, a 2,4 mld obciąży wyniki banków. Przy utrzymaniu współczynników wypłacalności na poziomach z września 2015 r. (lub zgodnych z regulacjami KNF, jeśli były one niższe od tych zaleconych w br.) rzeczywiste obciążenie sektora bankowego podatkiem bankowym poprzez obniżenie funduszy własnych oddziaływałoby w kierunku spadku aktywów (utrata akcji kredytowej) sektora bankowego o 15,6 mld zł w porównaniu do sytuacji gdyby podatek nie został wprowadzony.

Pomimo negatywnego wpływu podatku bankowego na przyrost kapitałów własnych, niektóre banki mogą skompensować ten efekt zwiększając akcję kredytową i akceptując jednoczesny spadek współczynników wypłacalności (przykładem takiego banku jest Pekao SA). Szacujemy, że banki mogą łącznie zwiększyć akcję kredytową o 25,8 mld zł, jeśli obniżą one współczynniki adekwatności kapitałowej o 1 pkt. proc. (ale nie więcej niż do minimalnego poziomu wymaganego przez KNF). Efekt netto wprowadzenia podatku i jednoczesnego obniżenia współczynników adekwatności kapitałowej pozwala na zwiększenie akcji kredytowej o 10,2 mld zł w porównaniu do sytuacji gdyby podatek nie został wprowadzony, a współczynniki wypłacalności pozostałyby na niezmiennym poziomie.

Innym sposobem zwiększenia akcji kredytowej może być sprzedaż portfela kredytów posiadanych przez banki za granicę (np. bankowi-matce) oraz jednoczesne udzielenie na nie gwarancji. Operacja ta przy jednoczesnym uwolnieniu depozytów pozwala na zmniejszenie sumy aktywów. Tym samym zmniejsza to kwotę podatku, który bank musi zapłacić lub stwarza możliwość zwiększenia akcji kredytowej przy zachowaniu niezmiennego obciążenia podatkowego. Skala takiego działania banków jest jednak trudna do oszacowania.

### Potencjał kredytowy banków w 2016 r. (mld zł)



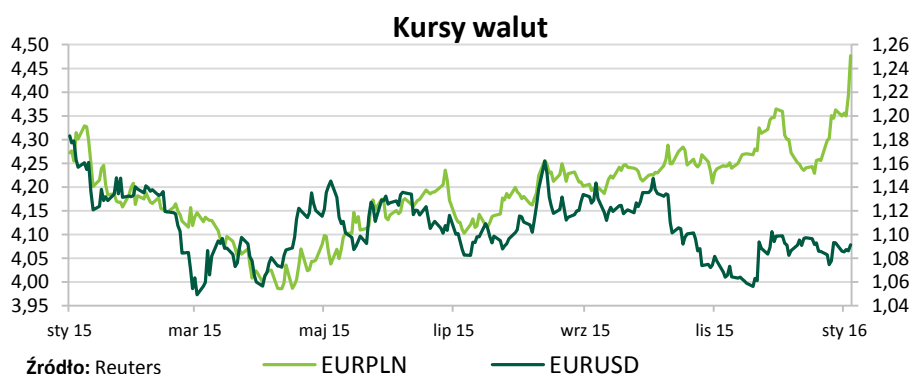
Źródło: Credit Agricole

Szacowany przy powyższych założeniach (wprowadzenie podatku bankowego i jednocześnie obniżenie współczynników wypłacalności) potencjał kredytowy pozwoli na zwiększenie wartości kredytów udzielonych przez sektor bankowy o 6,0% w 2016 r. wobec jego dynamiki równej przeciętnie 7,0% r/r w okresie styczeń-listopad 2015 r. Ponadto, dodatkowe zwiększenie sumy bilansowej przez banki, przy akceptacji jeszcze niższych od

założonych przez nas wartości współczynników wypłacalności ograniczałoby skalę spowolnienia wzrostu akcji kredytowej. Dodatkowo duże firmy do finansowania swojej działalności mogą skorzystać z finansowania zagranicznego (pożyczek od spółki matki) lub rynku kapitałowego, tym samym częściowo uniezależniając się od finansowania kredytem bankowym. Ponadto, model finansowania inwestycji przedsiębiorstw w Polsce charakteryzuje się dużym udziałem środków własnych w finansowaniu nakładów inwestycyjnych, a poziom depozytów przedsiębiorstw jest obecnie relatywnie wysoki (w 2014 r. wyniósł on 13,2% w relacji do PKB wobec 11,0% średnio w latach 2002-2013). Tym samym prawdopodobne lekkie spowolnienie tempa wzrostu akcji kredytowej w 2016 r. na skutek wprowadzenia podatku bankowego nie będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku znaczącego zmniejszenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw i będzie miało ograniczony negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w 2016 r. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu inwestycji ogółem do 2,8% w br. z 6,0% w ub.r. będą efekty wysokiej bazy oraz znaczący spadek dynamiki inwestycji publicznych (zmniejszone wykorzystanie środków unijnych po zakończeniu wykorzystania środków przyznanych w ramach perspektywy 2007-2013).

Przedstawiona wyżej prognoza potencjału kredytowego w 2016 r. nie uwzględnia ewentualnego wpływu przyjęcia ustawy o przewalutowaniu kredytów mieszkaniowych nominowanych w CHF. W piątek Kancelaria Prezydenta RP przedstawiła projekt ustawy o „sposobach przywrócenia równości stron niektórych umów kredytu i umów pożyczki”, która ma umożliwić kredytobiorcom spłatę kredytów mieszkaniowych nominowanych w CHF po „kursie sprawiedliwym” (patrz wyżej). W naszej ocenie w obecnym kształcie ustawa ta przyczyni się do powstania znaczącej straty w sektorze bankowym, która doprowadzi do powstania ujemnego potencjału kredytowego. Oszacowanie wpływu rozwiązań zaproponowanych w tej ustawie na potencjał kredytowy sektora bankowego przedstawimy w kolejnej MAKROMapie.

### Dane z Chin mogą lekko umocnić złotego



Źródło: Reuters

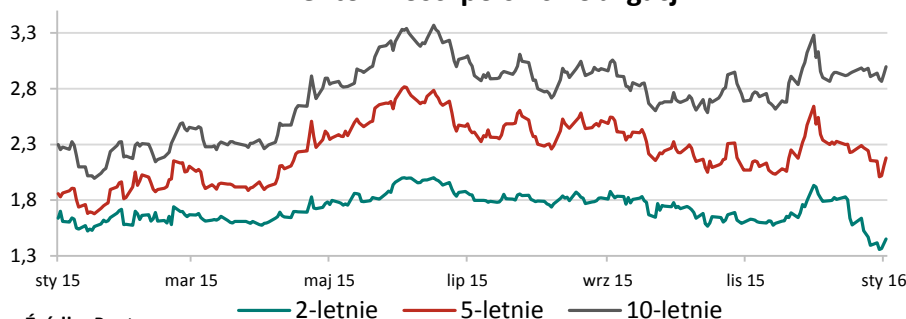
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4770 (osłabienie złotego o 2,6%). W pierwszej części tygodnia złoty wraz z innymi walutami rynków wschodzących nieznacznie zyskiwał na wartości. Była to korekta po ich silnej deprecjacji dwa tygodnie temu spowodowanej pogorszeniem nastrojów globalnych ze względu

na wyprzedzaż na chińskiej giełdzie (por. MAKROmapa z 11.01.2016). W środę rano do umocnienia złotego i innych walut rynków wschodzących przyczyniły się lepsze od oczekiwań dane nt. chińskiego bilansu handlowego. Od czwartku złoty zaczął silnie tracić na wartości, co wynikało ze wzrostu awersji do ryzyka inwestorów przed piątkową publikacją prezydenckiego projektu ustawy frankowej oraz aktualizacją ratingu Polski przez najważniejsze agencje ratingowe. Piątkowa decyzja Standard & Poor's o obniżeniu ratingu Polski i jego perspektywy doprowadziła do silnego osłabienia złotego, w wyniku którego kurs EURPLN przekroczył nieznacznie wartość 4,49 (najwyższy poziom od stycznia 2012 r.).

Dziś można oczekiwać utrzymania się presji na osłabienie złotego w związku z obniżką ratingu Polski przez S&P. W drugiej połowie tygodnia możemy mieć do czynienia z lekkim umocnieniem kursu złotego po jego silnej piątkowej deprecjacji. Wsparciem dla takiej oceny jest utrzymanie ratingu Polski na niezmiennym poziomie przez agencję Fitch. We wtorek w kierunku umocnienia złotego mogą oddziaływać relatywnie dobre dane z Chin (PKB, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inwestycje w aglomeracjach miejskich) wskazujące na stabilizację wzrostu gospodarczego i oddziałujące w kierunku spadku globalnej awersji do ryzyka. W kierunku osłabienia polskiej waluty mogą oddziaływać natomiast czwartkowe krajowe dane nt. sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. W czwartek kurs złotego może się również charakteryzować podwyższoną zmiennością z uwagi na posiedzenie EBC. Sumaryczny wpływ danych z USA (liczba rozpoczętych budów, liczba nowych pozwoleń na budowę, indeks Philadelphia FED oraz sprzedaż domów na rynku wtórnym) będzie ograniczony. Neutralne dla złotego będą również odczyty wynagrodzenia i zatrudnienia w polskim sektorze przedsiębiorstw.

## Dług pod presją po obniżce ratingu

**Rentowności polskich obligacji**



Źródło: Reuters

**W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,451 (wzrost o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,178 (wzrost o 2pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,998 (wzrost o 9pb). Od poniedziałku do środy rentowności polskich obligacji spadały na całej długości krzywej dochodowości. W kierunku obniżenia rentowności**

oddziaływały wyższe ceny długu na rynkach bazowych, niższe ceny surowców oraz wyłączenie z podstawy podatku bankowego posiadanych przez banki obligacji. W czwartek doszło do odwrócenia trendu, co wynikało ze wzrostu ryzyka kredytowego w Polsce przed piątkową publikacją prezydenckiego projektu ustawy frankowej oraz aktualizacją ratingu Polski przez najważniejsze agencje ratingowe. Znalazło to odzwierciedlenie w zwiększeniu spreadu pomiędzy rentownościami 5-letnich polskich obligacji i stawką 5-letniej transakcji IRS. Spadek cen polskiego długu utrzymał się również w piątek. Decyzja agencji Standard & Poor's o obniżeniu ratingu Polski nie miała wpływu na rentowności polskiego długu, gdyż ogłoszona została po zamknięciu rynku.

Dzisiaj oczekujemy wzrostu rentowności polskich obligacji w reakcji na obniżenie w ubiegły piątek ratingu Polski przez agencję S&P. Skalę wyprzedzaży będzie ograniczało utrzymanie ratingu Polski na niezmiennym poziomie przez agencję Fitch. Istotne dla cen polskiego długu będą również czwartkowe krajowe dane nt. sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. W przypadku realizacji naszej niższej od oczekiwań prognozy mogą one oddziaływać w kierunku wzrostu cen polskich obligacji. W czwartek oczekujemy zmienność na rynku długu może być podwyższona z uwagi na posiedzenie EBC. Publikacja danych w USA oraz w Chinach będą miały ograniczony wpływ na krzywą dochodowości w Polsce.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

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

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,7	3,3	3,5	3,1	3,0	2,7	2,5	2,7	3,4	2,7	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,3	2,4	4,7	4,1	3,7	3,1	3,7	2,8	
Inwestycje (% r/r)	11,5	6,1	4,6	4,4	2,7	3,3	2,8	2,5	6,0	2,8	6,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,4	4,8	3,9	4,1	2,8	4,4	5,0	5,6	5,3	4,5	4,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,8	4,5	3,1	3,6	3,5	5,9	5,1	5,3	4,5	5,0	4,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	2,8	2,5	1,9	1,8	2,2	1,6
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,1	0,9	1,2	0,4	0,6	1,0	0,7	1,2	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,2	0,4	0,3	-0,2	-0,6	0,0	0,2	0,4	-0,1	-0,1
Saldo obrotów bieżących***	-1,3	-0,5	-0,5	-0,8	-1,0	-1,4	-1,3	-1,4	-0,8	-1,4	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	11,5	10,2	9,7	9,8	10,6	9,6	9,2	9,6	9,8	9,6	9,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,8	1,2	0,7	0,9	0,8	0,5	0,2	0,0	1,2	0,4	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,1	3,0	3,2	3,6	3,8	4,4	5,0	3,4	4,2	5,0	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	1,0	0,9	1,1	1,6	-0,9	1,1	1,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,73	1,72	1,22	1,22	1,22	1,30	1,72	1,30	2,30	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,00	2,00	
EURPLN**	4,07	4,19	4,25	4,26	4,25	4,30	4,25	4,20	4,26	4,20	4,00	
USDPLN**	3,80	3,76	3,80	3,92	4,09	4,17	4,17	4,08	3,92	4,08	3,64	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 18.01.2016r.</b>							
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Grudzień	0,2	0,2	0,2	
<b>Wtorek 19.01.2016r.</b>							
3:00	Chiny	PKB (% r/r)	IV kw.	6,9	6,8	6,8	
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	11,2	11,3	11,3	
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	6,2	6,1	6,0	
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Grudzień	10,2	10,3	10,2	
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Listopad	20,4			
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	0,2		0,2	
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Styczeń	16,1		9,0	
<b>Środa 20.01.2016r.</b>							
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	4,0	3,5	3,7	
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	1,2	1,2	1,2	
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m )	Grudzień	0,0	0,0	0,0	
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Grudzień	0,2	0,1	0,2	
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Grudzień	1173	1200	1200	
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Grudzień	1282	1217	1200	
<b>Czwartek 21.01.2016r.</b>							
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Styczeń	0,05			
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	3,3	1,7	3,5	
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-1,8	-0,8	-1,0	
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	7,8	4,8	5,6	
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Styczeń	-5,9	-3,0	-5,0	
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	-5,7		-5,8	
<b>Piątek 22.01.2016r.</b>							
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	53,2		53,0	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Styczeń	54,2		54,2	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	53,2		53,0	
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Styczeń	54,3		54,2	
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	51,2		51,5	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Grudzień	4,76	5,03	5,20	

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

\*\* Konsensus Reuters