W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie dzisiejsza publikacja danych o październikowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w październiku do 0,9% r/r wobec 3,2% we wrześniu ze względu na oddziaływanie efektu niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyło się naszym zdaniem do 5,2% r/r w październiku wobec 4,8% we wrześniu z uwagi na wzrost dynamiki cen detalicznych. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz publikacja tych danych będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji. Dane te będą również istotne w kontekście oceny tempa wzrostu gospodarczego w IV kw.
- **W środę opublikowane zostaną *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC.** Miało ono miejsce przed wyborami prezydenckimi w USA, a tym samym informacje zawarte w *Minutes* mogą nie w pełni odzwierciedlać obecne poglądy przedstawicieli FED dotyczące perspektyw polityki pieniężnej w USA. W zapisie dyskusji najprawdopodobniej znajdą się fragmenty wskazujące, że członkowie FOMC coraz lepiej oceniają perspektywy makroekonomiczne w USA ze względu na kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy oraz rosnącą inflację. Uważamy, że treść dokumentu nie przyniesie nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz, zgodnie z którym w grudniu FED podniesie docelowy przedział wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25 pb do poziomu [0,50%; 0,75%]. Publikacja *Minutes* nie spotka się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynków finansowych.
- **W środę poznamy listopadowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro wzrósł do 53,6 pkt. w listopadzie wobec 53,3 pkt. w październiku. Zwiększenie wartości wskaźnika nastąpiło przy przyspieszeniu wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech oraz we Francji. W czwartek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększy się do 110,8 pkt. w listopadzie z 110,5 pkt. w październiku. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W środę opublikowane zostaną wstępne październikowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zwiększyły się one o 3,5% m/m wobec spadku o 0,3% we wrześniu (m.in. efekt wyższych zamówień w firmie Boeing). W tym tygodniu poznamy również dane dotyczące rynku nieruchomości. Uważamy, że sprzedaż nowych domów wzrosła o 603 tys. w październiku wobec 593 tys. we wrześniu, a sprzedaż domów na rynku wtórnym o 5,42 mln wobec 5,47 mln. Zza oceanu napłyną ponadto dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że zrewidowany w górę finalny indeks Uniwersytetu Michigan (92,0 pkt. w listopadzie wobec 87,2 pkt. w październiku) będzie odzwierciedlać optymizm gospodarstw domowych związany zapowiedziami D. Trumpa w zakresie polityki gospodarczej oddziałującej w kierunku szybszego wzrostu PKB w średnim okresie. Uważamy, że publikacja danych o zamówieniach na środki trwałe będzie oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku cen polskich obligacji. Pozostałe dane z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem tempo wzrostu polskiego PKB wyniosło 2,5% r/r w III kw. wobec 3,1% w II kw.** Naszym zdaniem głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu PKB w III kw. był spadek wkładu eksportu netto. Uważamy, że konsumpcja i inwestycje były natomiast czynnikami dynamizującymi wzrost gospodarczy w III kw., jednak pozytywna skala tego wpływu była najprawdopodobniej mniejsza niż wcześniej zakładaliśmy (por. MAKROpuls z 15.11.2016). Dane o polskim PKB w III kw. stanowią istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w całym 2016 r. (2,9%). Pełne dane o PKB zawierające informacje dotyczące jego struktury, a także uwzględniające dokonaną w ubiegłym miesiącu rewizję rachunków narodowych w 2015 r., zostaną opublikowane pod koniec listopada.
- **Sejm uchwalił w zeszłym tygodniu prezydencką ustawę, która przewiduje obniżenie od 1 października 2017 r. wieku emerytalnego do 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn.** Po przyjęciu przez Sejm ustawa została skierowana do Senatu. W 2016 r. trzy główne agencje ratingowe (Standard & Poor's, Moody's i Fitch) w swoich komunikatach dotyczących ratingu Polski wielokrotnie zwracały uwagę, że ewentualne obniżenie wieku emerytalnego będzie oddziaływać w kierunku pogorszenia sytuacji finansów publicznych w dłuższej perspektywie. Biorąc pod uwagę treść komunikatów głównych agencji ratingowych, obniżenie wieku emerytalnego jest negatywne dla oceny wiarygodności kredytowej Polski, kursu złotego i cen polskiego długu. Najbliższa ocena polskiego ratingu zostanie dokonana przez agencję S&P 2 grudnia br. (obecny rating Polski przyznany przez S&P to BBB+ z perspektywą negatywną). Oczekujemy, że S&P zasygnalizuje ryzyko w dół dla ratingu Polski w związku z bardzo prawdopodobnym obniżeniem wieku emerytalnego, jednak ze względu na niezakończony proces legislacyjny oraz konieczność przeanalizowania wpływu najnowszych danych o PKB w w III kw. 2016 r. (publikacja zaplanowana jest na 30 listopada) na średnioterminową ścieżkę wzrostu gospodarczego nie zdecyduje się ona na obniżenie ratingu. Aktualizacje ratingu przez agencje Moody's i Fitch nastąpią w 2017 r. Wpływ obniżenia wieku emerytalnego na wzrost gospodarczy, finanse publiczne, ratingi Polski, kurs złotego i rentowności obligacji omówimy szerzej w najbliższej MAKROmapie.
- **Polska Agencja Prasowa poinformowała w ubiegłym tygodniu o propozycji Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej dotyczących zmian w OFE.** Zakłada ona przekazanie aktywów OFE do Funduszu Rezerwy Demograficznej oraz zapisanie ich równowartości na subkontach w ZUS. W naszej ocenie to rozwiązanie, skutkujące faktycznym przejęciem przez skarb państwa kontroli nad wieloma spółkami notowanymi na GPW i wysokim prawdopodobieństwem stopniowej wyprzedaży akcji tych spółek przez skarb państwa, byłoby negatywne dla polskiej giełdy, złotego oraz cen długu. W piątek we wspólnym komunikacie Ministerstwa Rodziny Pracy i Polityki Społecznej i Ministerstwa Finansów, opublikowanym najprawdopodobniej w celu zmniejszenia niepewności co do bazowego scenariusza przyszłych zmian w OFE, podkreślono, że propozycje MRPiPS należy interpretować jako robocze i zgodne z wcześniejszą koncepcją, tj. przekazaniem 25% aktywów OFE na Fundusz Rezerwy Demograficznej, a pozostałej części do systemu III-filarowego.
- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w październiku do -0,2% r/r wobec -0,5% we wrześniu.** Wzrost inflacji (o 0,2 pkt. proc.) wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen paliw. Do zwiększenia inflacji (o 0,1 pkt. proc.) przyczyniła się również wyższa inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii, która wyniosła w październiku -0,2% r/r wobec -0,4% we wrześniu (por. MAKROpuls z 14.11.2017). Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do listopada 2016 r., a w grudniu tempo wzrostu cen będzie dodatnie. W efekcie oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r.

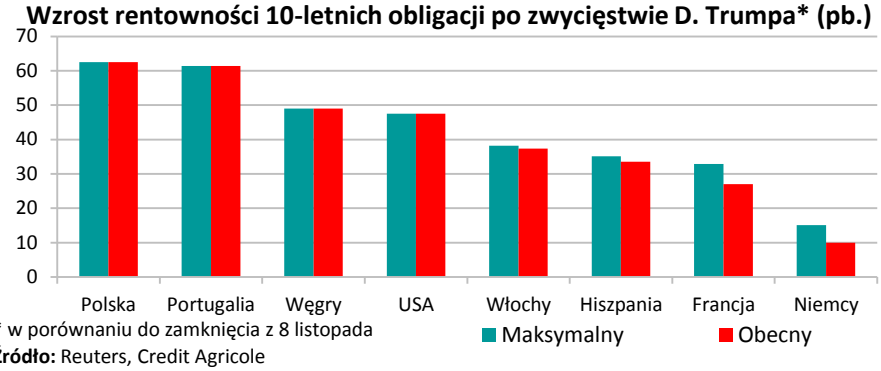
- **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się we wrześniu do 999 mln EUR z 1007 mln EUR w sierpniu.** Nieznaczne zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 278 mln EUR i 243 mln EUR wyższe niż w sierpniu). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe salda dochodów pierwotnych oraz wtórnych (odpowiednio o 449 mln EUR i 64 mln EUR niższe niż w sierpniu). Dynamika eksportu zmniejszyła się we wrześniu do 1,5% r/r wobec 8,5% w sierpniu, a dynamika importu spadła do 3,2% r/r wobec 10,7%. Niższe tempo wzrostu eksportu i importu wynikało w znaczącym stopniu z efektu niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Szacujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszyła się w III kw. do -0,7% wobec -0,6% w II kw. Tym samym wrześniowe dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja ta w całym 2016 r. zmniejszy się do -0,5% wobec -0,6% w 2015 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieniła się w II kw. w stosunku do III kw. i wyniosła 0,3% (1,6% r/r zarówno w III kw. i II kw.). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała wyższa dynamika wzrostu m.in. we Francji (0,2% kw/kw w III kw. wobec -0,1% w II kw.), Włoszech (0,3% wobec 0,0%), Grecji (0,5% wobec 0,3%), Austrii (0,5% wobec 0,1%) oraz Portugalii (0,8% wobec 0,3%). Negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB w strefie euro miały natomiast niższe dynamiki PKB m.in. w Niemczech (0,2% kw/kw w III kw. wobec 0,4% w II kw.), Hiszpanii (0,7% wobec 0,8%) oraz Belgii (0,2% wobec 0,5%). Prognozujemy, że w 2016 r. tempo wzrostu PKB w strefie euro nie zmieni się w stosunku do 2015 r. i wyniesie 1,6%
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w październiku do 0,0% m/m wobec -0,2% we wrześniu. W kierunku jej zwiększenia oddziaływała wyższa dynamika produkcji w górnictwie i dostarczaniu mediów. Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w październiku do 75,3% wobec 75,4%. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w październiku o 0,8% m/m wobec wzrostu o 1,0%. Głównym źródłem obniżenia miesięcznej dynamiki sprzedaży detalicznej było niższe tempo wzrostu sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Bez uwzględnienia samochodów, sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 0,8% wobec wzrostu o 0,7% we wrześniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. liczby rozpoczętych budów (1323 tys. w październiku wobec 1054 tys. we wrześniu) oraz pozwoleń na budowę (1229 tys. wobec 1225 tys.), które potwierdziły kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także mieszane wyniki regionalnych badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zwiększył się w listopadzie do 1,5 pkt. wobec -6,8 pkt. w październiku, podczas gdy indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 7,6 pkt. wobec 9,7 pkt. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. wyniesie 2,3% wobec 2,9% w III kw. Tym samym dynamika amerykańskiego PKB w II poł. br. ukształtuje się powyżej poziomu potencjalnego, wspierając argumentację na rzecz zaostrzenia polityki monetarnej w USA w grudniu.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w listopadzie do 13,8 pkt. wobec 6,2 pkt. w październiku.** Zgodnie z komunikatem w kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały m.in. dobre dane napływające z gospodarek USA oraz Chin. Przeciwny efekt miał natomiast wzrost niepewności po zwycięstwie D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Opublikowany w ubiegłym tygodniu wskaźnik ZEW stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech zwiększy się w IV kw. do 0,4% wobec 0,2% w III kw.

- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw spadła w październiku do 3,6% r/r wobec 3,9% we wrześniu.** Odnotowany w październiku spadek rocznej nominalnej dynamiki wynagrodzeń był czwartym z rzędu, co jest dużą niespodzianką zważywszy na fazę cyklu koniunktury, w której znajduje się polska gospodarka (por. MAKROpuls z 18.11.2016). Roczna dynamika zatrudnienia zmniejszyła się w październiku do 3,1% r/r wobec 3,2% we wrześniu. Podtrzymujemy naszą ocenę, że dynamika zatrudnienia osiągnęła lokalne maksimum w III kw. i począwszy od IV kw. będzie się stopniowo obniżać, do czego przyczyni się głównie sygnalizowany przez przedsiębiorstwa problem ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników. Realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach spadło w październiku do 7,0% r/r wobec 8,6% r/r w III kw. Sygnalizuje to ryzyko w dół dla naszej prognozy konsumpcji prywatnej w IV kw. 2016 r. (4,0% r/r).

Czy rynki pogubiły się po zwycięstwie D. Trumpa?

W ubiegłotygodniowej MAKROmapie przedstawiliśmy krótkookresową reakcję rynków finansowych na zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich. Poniżej prezentujemy szczegółową analizę kształtowania się cen różnych klas aktywów i wskazujemy niespójności w zachowaniu inwestorów w ostatnich kilku dniach.

Wzrost rentowności 10-letnich obligacji po zwycięstwie D. Trumpa* (pb.)



* w porównaniu do zamknięcia z 8 listopada
Źródło: Reuters, Credit Agricole

W swoim przemówieniu po zwycięstwie w wyborach prezydenckich D. Trump akcentował potrzebę silnego zwiększenia inwestycji publicznych, co sygnalizuje możliwość przyspieszenia wzrostu popytu krajowego w USA w średnim okresie. W sytuacji, w której gospodarka amerykańska znajduje się blisko stanu równowagi makroekonomicznej, silne zwiększenie popytu krajowego będzie oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji. Taka deklaracja przyszłego prezydenta została więc zinterpretowana przez inwestorów jako wzrost prawdopodobieństwa zaostrzenia polityki monetarnej przez FED w średniej perspektywie. Wyceniany przez rynek kontraktów terminowych poziom stóp procentowych na koniec 2017 r. podniósł się o kilkanaście punktów bazowych w ciągu kilku dni po wyborach. Obecnie rynek wycenia jedną podwyżkę stóp procentowych FED (o 25 pb) w grudniu br. i kolejną w 2017 r. Ze względu na zwiększenie oczekiwanego tempa normalizacji pieniężnej przez Rezerwę Federalną w ostatnich dniach mieliśmy do czynienia z umocnieniem dolara i wyprzedażą obligacji amerykańskich, powodującą wzrost ich rentowności. Uważamy, że reakcja rynkowa wynikała przede wszystkim ze wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA w średnim okresie, a tylko w ograniczonym stopniu była związana z zwiększeniem premii za ryzyko niewypłacalności. Wsparciem dla takiej oceny jest nieznaczny wzrost stawek CDS (Credit Default Swap, instrument finansowy będący zabezpieczeniem na wypadek niewypłacalności państwa) dla amerykańskich obligacji po ogłoszeniu wyników wyborów prezydenckich.

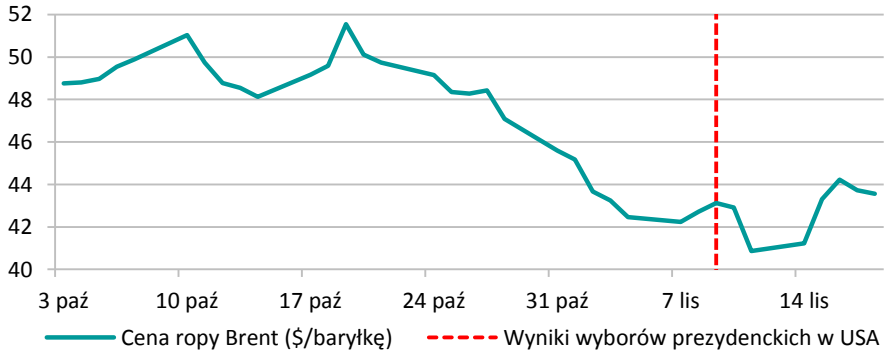
Ocena prawdopodobnego kształtu polityki gospodarczej prowadzonej przez nową administrację obarczona jest dużą niepewnością, zarówno w zakresie skali wprowadzanych zmian, jak i ich harmonogramu. Naszym zdaniem szczątkowe informacje dotyczące prawdopodobnego kształtu polityki gospodarczej prezydenta-elekta nie uzasadniają jednak tak dużej skali wzrostu rentowności obligacji

amerykańskich i umocnienia dolara w ostatnich dniach. Program partii Republikańskiej („Better way") zawiera elementy spójne z obietnicami wyborczymi D. Trumpa, jak np. uproszczenie systemu podatkowego, spłaszczenie skali podatkowej. Twórcy programu zakładają jednak, że te działania przyczynią się jednocześnie do szybszego wzrostu gospodarczego, wynagrodzeń i zatrudnienia, a w efekcie również do zwiększenia dochodów do budżetu państwa. Tym samym w ich ocenie proponowane reformy nie spowodują zwiększenia deficytu budżetu federalnego. Program Republikanów nie zakłada natomiast postulowanej przez D. Trumpa ekspansji fiskalnej po stronie wydatków publicznych. Na podstawie dostępnych informacji można zatem sądzić, że przewodniczący Izby Reprezentantów, P. Ryan oraz inni przedstawiciele partii Republikanów prawdopodobnie nie poprą propozycji prezydenta-elekta, które mogłyby prowadzić do znaczącego pogorszenia sytuacji w finansach publicznych. Alternatywą dla finansowania publicznego mogłyby być środki prywatne. Ze względu na trudności w osiągnięciu rentowności w przypadku niektórych przedsięwzięć prywatni inwestorzy byliby zainteresowani projektem D. Trumpa najprawdopodobniej tylko w ograniczonym zakresie. Czynnikiem zachęcającym przedsiębiorstwa prywatne do zwiększenia nakładów na infrastrukturę byłyby ulgi podatkowe. Ze względu na trudności w skompensowaniu utraconych dochodów podatkowych z innych źródeł taki wariant finansowania oddziaływałby również w kierunku zwiększenia deficytu publicznego. Oznacza to, że skala ewentualnego, pozytywnego impulsu dla wzrostu gospodarczego w USA, wynikającego ze zwiększonych inwestycji infrastrukturalnych, będzie najprawdopodobniej istotnie mniejsza niż obecnie zakładają rynki.

Termin implementacji postulowanych przez D. Trumpa zmian jest również obarczony dużym stopniem niepewności. Zakładając, że niezwłocznie po zaprzysiężeniu D. Trumpa Kongres rozpocząłby pracę nad projektem przewidującym znaczące zwiększenie inwestycji publicznych i uchwaliłby taką legislację – co naszym zdaniem jest mało prawdopodobne – przyspieszenie wzrostu gospodarczego będące jej efektem nastąpiłoby nie wcześniej niż w II poł. 2017 r. Materializacja takiego scenariusza wymagałaby jednak uchwalenia nowych, podwyższonych limitów dla wydatków publicznych w bieżącym roku fiskalnym. Bardziej prawdopodobny jest wariant zwiększenia inwestycji publicznych dopiero w procesie planowania wydatków publicznych na rok fiskalny 2018 (obejmujący okres od października 2017 r. do września 2018 r.). W takim scenariuszu impuls dla wzrostu PKB zmaterializowałby się dopiero najwcześniej w I poł. 2018 r., czyli z dużym opóźnieniem w stosunku do początku kadencji D. Trumpa. Innym sposobem ekspansji fiskalnej, który mógłby zostać wcześniej wprowadzony w życie (już w II poł. 2017 r.) jest retroaktywne obniżenie stawek podatku dochodowego. Implementacja takiego rozwiązania, wiążącego się z wypłatą nadpłaconych składek za I poł. 2017 r., przyczyniłaby się naszym zdaniem do przyśpieszenia konsumpcji i wzrostu PKB w USA w II poł. 2017 r. Nie możemy wykluczyć realizacji takiego scenariusza. Ze względu na konieczność niestandardowego sposobu implementacji oraz brak odniesień D. Trumpa do obietnicy obniżek podatków w swoim przemówieniu po zwycięstwie w wyborach, prawdopodobieństwo materializacji takiego wariantu oceniamy jednak jako niskie.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki wskazujące, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego w USA związane z polityką prezydenta-elekta będzie miało niewielką skalę i nastąpi dopiero za kilka kwartałów uważamy, że gwałtowna reakcja rynkowa polegająca na silnym wzroście rentowności obligacji amerykańskich i umocnieniu dolara była nieuzasadniona. Tym samym oczekujemy, że jeśli najbliższe tygodnie nie przyniosą kolejnych deklaracji prezydenta–elekta i jego przedstawicieli zwiększających prawdopodobieństwo szybszej realizacji silnej ekspansji fiskalnej, będziemy mieli do czynienia z korektą na rynkach. W tym kontekście trudno znaleźć również wytłumaczenie dla silnego wzrostu rentowności obligacji państw strefy euro (por. wykres). Naszym zdaniem spadek cen długu w strefie euro jest odzwierciedleniem oczekiwań rynkowych na efekt „rozlania się" (tzw. spillover effect) wyższego wzrostu gospodarczego i wyższej inflacji na gospodarki obszaru wspólnej waluty. W przypadku tych gospodarek bowiem również nie mieliśmy do czynienia ze znaczącym wzrostem stawek CDS sygnalizujących wzrost obaw o kondycję finansów publicznych. Zgodnie z badaniami EBC wzrost popytu krajowego w USA o 1,0% powoduje wzrost PKB w strefie euro o 0,1-0,4%, a całkowita transmisja tego

impulsu zajmuje od 2 do 10 kwartałów. Biorąc pod uwagę ograniczony wpływ cyklu koniunkturalnego w USA na aktywność gospodarczą w strefie euro, uważamy, że skala wzrostu rentowności obligacji państw strefy euro, szczególnie w warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez ECB, była zbyt duża i w najbliższych tygodniach będziemy mieli do czynienia z ich lekkim spadkiem. Oczekiwane przez nas przedłużenie przez EBC horyzontu czasowego trwania programu skupu aktywów na posiedzeniu w grudniu br. jest spójne z zarysowanym wyżej scenariuszem korekty na rynku długu krajów strefy euro.

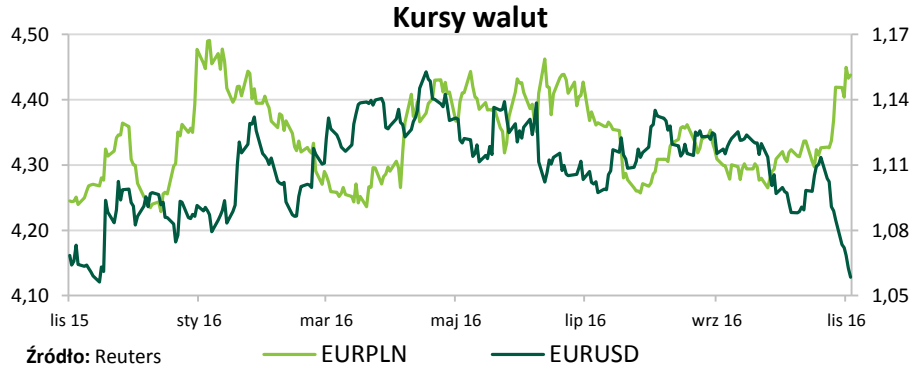


Źródło: Reuters, Credit Agricole

Naszym zdaniem reakcja rynkowa obserwowana w przypadku różnych klas aktywów nie była w pełni spójna. Bezpośrednio po ogłoszeniu wyników wyborów w USA odnotowano bowiem spadek cen ropy (zwiększenie cen widoczne na wykresie, odnotowane w połowie ubiegłego tygodnia było spowodowane rozmowami OPEC nt. zmniejszenia podaży surowca, a nie zwycięstwem D. Trumpa). Reakcją zgodną z kształtowaniem się cen innych aktywów byłby natomiast wzrost cen ropy. Oczekiwane przez inwestorów przyspieszenie wzrostu gospodarczego w USA powinno oddziaływać w kierunku zwiększonego popytu na ropę.

Nasilenie oczekiwań inwestorów na podwyżki stóp procentowych w USA oddziaływało również w kierunku spadku cen bardziej ryzykownych aktywów, w tym osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. W porównaniu do rynków bazowych, skala wyprzedaży na rynkach wschodzących była potęgowana przez wzrost awersji do ryzyka związany z niepewnością dotyczącą przyszłej polityki gospodarczej prezydenta–elekta. W tym przypadku również uważamy, że skala reakcji rynkowej była nieproporcjonalna w stosunku do zmiany czynników fundamentalnych. Oczekujemy, że w kolejnych tygodniach będziemy mieli do czynienia z lekkim umocnieniem złotego i spadkiem rentowności polskich obligacji w ślad za rynkami bazowymi. Niemniej jednak, kurs EURPLN będzie najprawdopodobniej kształtował się powyżej ścieżki przedstawionej w naszej kwartalnej prognozie do końca 2017 r. Ryzyko to uwzględnimy w najnowszej prognozie makroekonomicznej, którą opublikujemy 12 grudnia.

Krajowe dane nie wpłyną na kurs złotego



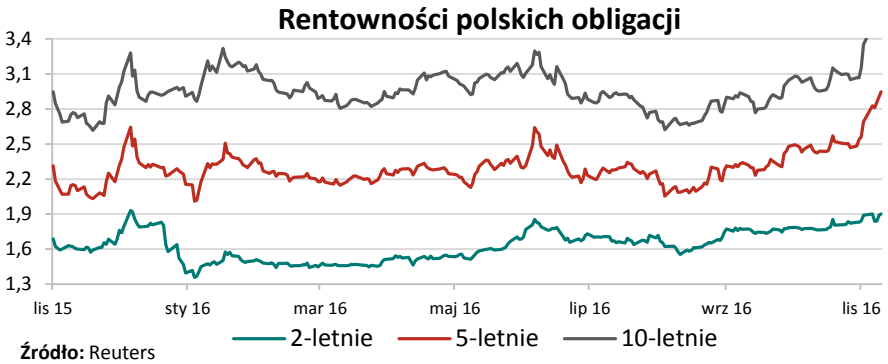
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4379 (osłabienie złotego o 0,4%). Przez cały ubiegły tydzień złoty znajdował się w trendzie deprecjacyjnym w ślad za rosnącymi rentownościami obligacji w Polsce i na rynkach bazowych, co związane było z kontynuacją reakcji rynku na zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA (patrz wyżej, por. MAKROmapa z 14.11.2016). Jednocześnie jego kurs charakteryzował się relatywnie wysoką zmiennością z uwagi na bogaty kalendarz makroekonomiczny, a także ważne wydarzenia krajowe:

uchwalenie ustawy o obniżeniu wieku emerytalnego oraz pojawienie się informacji o projekcie przesunięcia środków pozostających w OFE na Fundusz Rezerwy Demograficznej.

W tym tygodniu istotne dla kursu złotego będą dzisiejsze krajowe dane nt. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz publikacja tych danych będzie neutralna dla kursu złotego. Negatywne dla polskiej waluty mogą okazać się środowe dane nt. zamówień na dobra trwałe w USA. Pozostałe dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC, a także wyniki badań koniunktury najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI, indeks Ifo dla Niemiec) będą miały w naszej ocenie ograniczony wpływ na kurs złotego.

Dane o zamówieniach w USA mogą podbić rentowności



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,902 (wzrost o 1pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,946 (wzrost o 26pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,692 (wzrost o 34pb). W tym tygodniu rentowności polskich obligacji kontynuowały wzrost na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, co związane było z kontynuacją reakcji rynku na zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Dodatkowo w kierunku spadku cen polskiego długu oddziaływały uchwalenie ustawy o obniżeniu wieku emerytalnego, a także pojawienie się informacji o projekcie przesunięcia środków pozostających jeszcze w OFE na Fundusz Rezerwy Demograficznej. W czwartek miała miejsce aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 6- i 10-letnich terminach zapadalności za 3,65 mld zł przy popycie równym 5,54 mld zł. Aukcja miała negatywny wpływ na ceny polskiego długu na środkowym i długim odcinku krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą dzisiejsze dane nt. krajowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W naszej ocenie ich publikacja będzie neutralna dla rentowności polskich obligacji. W kierunku spadku cen polskiego długu oddziaływać będą środowe dane nt. zamówień na dobra trwałe w USA. Pozostałe dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC oraz wyniki badań koniunktury najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI, indeks Ifo dla Niemiec) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na polski rynek długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	**4,40**
Kurs USDPLN*	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	**4,11**
Kurs CHFPLN*	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	**4,07**
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	**0,9**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	**0,3**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	**5,2**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,6	9,6	9,7	10,2	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	**8,2**	
Saldo ROB (mln EUR)	-165	28	-846	679	-652	-217	492	389	113	-635	-1007	-999		
Eksport (r/r, %, EUR)	5,2	10,7	10,8	-1,3	5,4	0,0	4,1	0,0	5,7	-5,1	8,5	1,5		
Import (r/r, %, EUR)	-1,0	6,3	4,4	0,3	7,4	0,9	0,3	1,5	0,4	-6,8	10,7	3,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2016				2017				2015	2016	2017
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		3,0	3,1	2,5	2,9	3,3	3,5	3,3	3,9	3,9	2,9	3,5
Konsumpcja (%, r/r)		3,2	3,3	4,0	4,0	4,0	3,7	3,0	3,1	3,2	3,6	3,4
Inwestycje (%, r/r)		-1,8	-4,9	-3,4	-1,5	3,0	4,4	5,1	5,2	6,1	-2,7	4,7
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		6,9	10,9	3,5	5,0	5,8	6,0	6,1	7,0	7,7	6,6	6,2
Import (ceny stałe, %, r/r)		9,3	9,9	5,0	5,9	6,0	6,3	6,6	7,3	6,6	7,5	6,5
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,4	1,9	2,6	2,2	1,8	1,5	1,8	2,1	2,0
	Inwestycje (pp.)	-0,2	-0,9	-0,7	-0,2	0,1	0,1	-0,2	0,1	1,2	-0,5	0,0
	Eksport netto (pp.)	-0,9	0,8	-0,7	-0,3	0,0	0,7	-0,2	0,1	0,8	-0,3	0,2
Saldo obrotów bieżących***		-0,8	-0,6	-0,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6
Stopa bezrobocia (%)**		9,9	8,7	8,3	8,4	8,9	8,0	7,9	8,4	9,8	8,4	8,4
Zatrudnienie poza rolnict. (%r/r)		2,2	2,3	2,6	1,9	1,4	1,0	0,5	0,0	1,4	2,2	0,7
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		3,1	4,3	4,1	5,3	5,3	5,1	5,0	4,9	3,3	4,2	5,1
Inflacja CPI (%)*		-0,9	-0,9	-0,8	0,3	1,8	2,0	1,7	1,6	-0,9	-0,6	1,8
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,67	1,71	1,71	1,72	1,72	1,97	2,14	2,22	1,72	1,72	2,22
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00
EURPLN**		4,24	4,38	4,29	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15
USDPLN**		3,73	3,94	3,82	3,91	3,91	3,75	3,72	3,61	3,92	3,91	3,61

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 21.11.2016r.				
14:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (%r/r)**	**Październik**	**4,8**	**5,2**	**4,1**
14:00	**Polska**	**Inflacja PPI (%r/r)**	**Październik**	**0,2**	**0,3**	**0,4**
14:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (%r/r)**	**Październik**	**3,2**	**0,9**	**0,8**
		Wtorek 22.11.2016r.				
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	5,47	5,42	5,42
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Listopad	-4,0		
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-8,0	-8,2	-7,8
		Środa 23.11.2016r.				
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	55,0	55,2	54,7
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	52,8	53,0	53,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	53,5	53,3	53,2
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	53,3	53,6	53,3
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	-0,3	3,5	1,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	53,4		53,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Październik	593	603	592
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	91,6	92,0	91,6
20:00	USA	*Minutes* z posiedzenia FOMC	Listopad			
		Czwartek 24.11.2016r.				
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2	0,2
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	110,5	110,8	110,6
14:00	**Polska**	***Minutes* z posiedzenia RPP**	**Listopad**			
		Piątek 25.11.2016r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Październik**	**8,3**	**8,2**	**8,2**

* 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

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI
Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: **mboineau@credit-agricole.pl**

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.