W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja finalnego szacunku polskiego PKB w III kw. br. wraz z jego strukturą.** Jednocześnie poznamy zrewidowane dane w poszczególnych kwartałach lat 2010-2016. Dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla dynamiki PKB w III kw. (2,5% r/r we wstępnym szacunku). Naszym zdaniem w kierunku obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w porównaniu do II kw. oddziaływało pogłębienie spadku inwestycji ogółem (patrz poniżej). Materializacja tego ryzyka byłaby naszym zdaniem negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** We wtorek zostanie opublikowany drugi szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się do 3,1% wobec 2,9% we wstępnym szacunku ze względu na wyższy wkład eksportu netto. W piątek opublikowane zostaną dane z rynku pracy. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia wyniósł 175 tys. osób w listopadzie wobec 161 tys. w październiku, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,9%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 160 tys. w listopadzie wobec 147 tys. w październiku). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w USA. Prognozujemy, że indeks ISM w przetwórstwie zwiększył się do 52,3 pkt. w listopadzie wobec 51,9 pkt. w październiku, co będzie spójne z wynikami regionalnych badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks zaufania konsumentów Conference Board (101,6 pkt. wobec 98,6 pkt. w październiku) zasygnalizuje poprawę nastrojów gospodarstw domowych w listopadzie. Publikacje danych z USA, spójne ze scenariuszem podwyżki stopy funduszy federalnych przez FED o 25 pb na grudniowym posiedzeniu, nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **We wtorek poznamy listopadowe indeksy PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że wskaźnik Caixin PMI zmniejszył się nieznacznie do 50,9 pkt. wobec 51,2 pkt. w październiku, a indeks PMI wg CFLP spadł do 51,0 pkt. wobec 51,2 pkt. w październiku. Oczekujemy, że wyniki badań koniunktury w Chinach, wskazujące na stabilizację nastrojów w przetwórstwie przemysłowym, będą neutralne dla rynków.
- **W środę opublikowane zostaną wstępne dane o listopadowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem nie zmieniła się w porównaniu do października i wyniosła -0,2% r/r.** Uważamy, że niższa dynamika cen paliw została skompensowana przez wyższą inflację bazową oraz przyspieszenie tempa wzrostu żywności. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (0,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek opublikowane zostaną listopadowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI wzrósł do 50,7 pkt. z 50,2 pkt. w październiku. Na lekkie zwiększenie tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie złożyły się efekty niskiej bazy sprzed miesiąca oraz oddziałujące w przeciwnym kierunku pogorszenie koniunktury w Niemczech (patrz poniżej). Dane powinny być neutralne dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Na piątek zaplanowana jest aktualizacja ratingu Polski przez agencję S&P.** Oczekujemy, że agencja utrzyma negatywną perspektywę ratingu Polski (obecnie BBB+). W komunikacie S&P najprawdopodobniej zaakcentuje negatywny wpływ obniżenia wieku emerytalnego na saldo i dług sektora finansów publicznych oraz tempo wzrostu gospodarczego w średnim okresie (patrz niżej), co ma niekorzystny wpływ na wiarygodność kredytową Polski. Agencja odnotuje zapewne również ryzyko w dół dla wzrostu gospodarczego w perspektywie krótkoterminowej, związane ze znacznie silniejszym od oczekiwań spowolnieniem inwestycji przedsiębiorstw w III kw. br. W naszej ocenie zmiana tonacji komunikatu będzie lekko negatywna dla złotego i cen polskich obligacji. Decyzja agencji zostanie ogłoszona najprawdopodobniej po zamknięciu europejskich rynków, a reakcja rynku walutowego i rynku długu na tę decyzję zmaterializuje się dopiero w

kolejnym tygodniu.

- **Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej i ścieżkę kursu EURPLN.** Napływające w ostatnim czasie dane z realnej sfery gospodarki (patrz poniżej), jak również obserwowany od początku br. znaczący spadek inwestycji prywatnych i publicznych sygnalizują istotne ryzyko w dół dla oczekiwanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego w IV kw. br. i I poł. 2017 r. Najnowszą prognozę PKB zaprezentujemy 12 grudnia po zapoznaniu się ze zrewidowanymi danymi GUS dotyczącymi statystyk rachunków narodowych. Ponadto wstrzymanie wprowadzenia podatku handlowego oddziałuje w kierunku obniżenia inflacji w najbliższych kwartałach w porównaniu do ścieżki przedstawionej w naszej wrześniowej prognozie. Powyższe czynniki uzasadniają naszym zdaniem odsunięcie w czasie momentu zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP. Uważamy jednak, że ze względu na rosnącą inflację i oczekiwane przez nas przyspieszenie wzrostu gospodarczego w II poł. 2017 r. (coraz większe wykorzystanie środków unijnych i wpływ efektów niskiej bazy), Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w grudniu 2017 r. i podniesie stopy procentowe o 25 pb. Oczekiwana łagodniejsza polityka pieniężna, spowolnienie wzrostu gospodarczego, obniżenie wieku emerytalnego w Polsce wraz z jego potencjalnie negatywnym wpływem na długoterminowy rating Polski, jak również podwyższona globalna awersja do ryzyka będąca następstwem zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA (por. MAKROmapa z 14.11.2016), skłoniły nas do rewizji w górę prognozowanej ścieżki EURPLN w najbliższych kwartałach. Oczekujemy, że w kolejnych tygodniach będziemy mieli do czynienia z lekkim umocnieniem złotego wynikającym z obniżenia się globalnej awersji do ryzyka i kontynuacją korekty po gwałtownej reakcji rynków na wynik wyborów prezydenckich w USA. Prognozujemy, że kurs EURPLN wyniesie 4,40 na koniec br. W 2017 r. oczekujemy stopniowego spadku kursu EURPLN do 4,18 na koniec roku.

W zeszłym tygodniu

- **Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w październiku o 1,3% r/r wobec wzrostu o 3,2% we wrześniu.** Głównym czynnikiem, który przyczynił się do spadku dynamiki produkcji w październiku był negatywny efekt statystyczny związany z niekorzystną różnicą w liczbie dni roboczych. W kierunku obniżenia dynamiki produkcji oddziaływało również silne pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie (por. 02.11.2016). Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w październiku o 20,1% r/r wobec spadku o 15,3% we wrześniu. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa spadła o 3,0% w porównaniu z wrześniem. Na niższą dynamikę produkcji złożyły się niekorzystny efekt kalendarzowy oraz oddziałujący w przeciwnym kierunku efekt niskiej bazy sprzed roku w kategorii "obiekty inżynierii lądowej i wodnej" (por. MAKROpuls z 21.11.2016). Dane nie zmieniają naszej oceny, że w sierpniu osiągnęliśmy dno dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Dane o produkcji przemysłowej, i produkcji budowlano-montażowej za październik sygnalizują, że odnotowane w III kw. spowolnienie wzrostu gospodarczego (2,5% r/r wobec 3,1% w II kw.) będzie kontynuowane również w IV kw., a jego skala może ulec pogłębieniu.
- **Nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 3,7% r/r wobec wzrostu o 4,8% we wrześniu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 4,6% r/r wobec wzrostu o 6,3% we wrześniu. W kierunku spowolnienia realnego wzrostu sprzedaży detalicznej oddziaływały przede wszystkim niższe dynamiki sprzedaży żywności, paliw oraz w kategorii "pojazdy samochodowe, motocykle, części". W kontekście dobrej sytuacji na rynku pracy oraz optymistycznych nastrojów konsumenckich spadki te mają naszym zdaniem charakter przejściowy (potęgowany przez niekorzystne efekty kalendarzowe) i nie sygnalizują trwałej tendencji do pogorszenia warunków w handlu detalicznym (por. MAKROpuls z 21.11.2016).

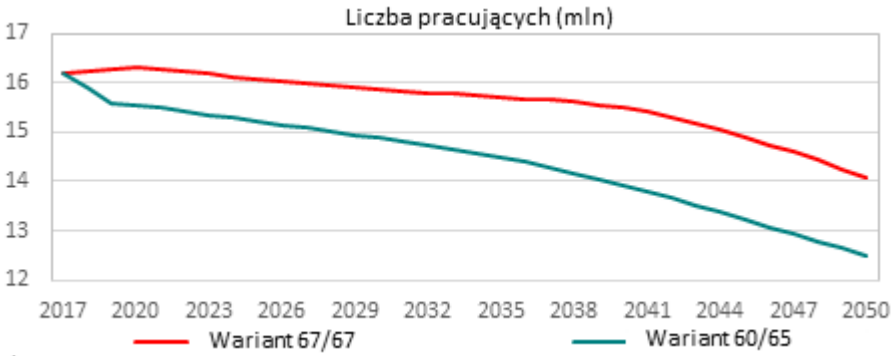
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC są w większości zgodni, że podwyżka stóp procentowych powinna mieć miejsce relatywnie szybko, jeśli tylko napływające dane będą dostarczać kolejnych dowodów na kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy oraz zbieganie inflacji do celu inflacyjnego FOMC (2,0%). W *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FED taki pogląd wyrażany był jedynie przez „część" członków FOMC. Treść *Minutes* wskazuje jednocześnie, że niektórzy członkowie FOMC uważają za odpowiednie podniesienie stóp procentowych w grudniu w celu utrzymania wiarygodności FED. Ostatnia retoryka FED sugerowała bowiem, że sytuacja gospodarcza w USA coraz bardziej uzasadnia zaostrzenie polityki monetarnej. Treść *Minutes* z listopadowego posiedzenia stanowi zatem wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w grudniu FED podniesie docelowy przedział wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25 pb do poziomu [0,50%; 0,75%].
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w październiku o 4,8% m/m wobec wzrostu o 0,4% we wrześniu. Główną przyczyną znaczącego wzrostu miesięcznej zamówień była wyższa miesięczna dynamika zamówień na środki transportu. Bez uwzględnienia środków transportu zamówienia zwiększyły się w październiku o 1,0% m/m wobec wzrostu o 0,2% we wrześniu. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje kontynuacja spadku zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (-4,0% r/r w październiku wobec -4,3% we wrześniu), będących wskaźnikiem wyprzedzającym dla przyszłych inwestycji. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży nowych domów (563 tys. w październiku wobec 574 tys. we wrześniu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,60 mln wobec 5,49 mln), które potwierdziły kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W czwartek opublikowany został finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w listopadzie do 93,8 pkt. wobec 87,2 pkt. w październiku i 91,6 pkt. we wstępnym szacunku. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. wyniesie 2,3% wobec 3,1% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne listopadowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zwiększył się w listopadzie do 54,1 pkt. wobec 53,3 pkt. w październiku. Na wzrost wskaźnika złożyły się wyższa wartość indeksu we Francji (52,3 pkt. w listopadzie wobec 51,6 pkt. październiku) oraz jego obniżenie w Niemczech (54,9 pkt. wobec 55,1 pkt.). Wzrost indeksu we Francji wynikał z wyższej aktywności w sektorze usług, podczas gdy przeciwny efekt miał spadek składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Na pogorszenie koniunktury w Niemczech złożyły się obniżenie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie oraz zwiększenie aktywności w sektorze usług. Poprawę koniunktury odnotowano również w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W strukturze danych dotyczących sytuacji w niemieckim przetwórstwie na szczególną uwagę zasługuje spadek składowych zarówno dla nowych zamówień ogółem jak i nowych zamówień zagranicznych, który może sugerować obniżenie aktywności w niemieckim przetwórstwie w kolejnych miesiącach. Listopadowe wyniki badań koniunktury stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro w IV kw. nie zmieni się w stosunku do III kw. i wyniesie 0,3%.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB zmniejszyła się w III kw. do 0,2% wobec 0,4% w II kw.** Obniżenie tempa wzrostu gospodarczego wynikało z niższego wkładu eksportu netto (-0,3 pp. w III kw. wobec 0,5 pp. w II kw.). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe wkłady inwestycji (0,0 pp. w III kw. wobec -0,3 pp. w II kw.), zapasów (0,0 pp. wobec -0,2 pp.) oraz konsumpcji (0,4 pp. wobec 0,3 pp.). W efekcie głównym źródłem wzrostu w III kw. była konsumpcja. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również listopadowy indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo,

budownictwo, handel hurtowy i detaliczny, który nie zmienił się w porównaniu do października i wyniósł 110,4 pkt. Na stabilizację indeksu złożyły się wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji oraz spadek składowej dla oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury miała miejsce w 3 z 4 działów (sprzedaż hurtowa, sprzedaż detaliczna oraz budownictwo). Pogorszenie sytuacji odnotowano natomiast w przetwórstwie. Prognozujemy, że kwartalna dynamika niemieckiego PKB w IV kw. zwiększy się do 0,4% wobec 0,2% w III kw.

- **Nominalne krajowe inwestycje przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zmniejszyły się w III kw. o 10,5% r/r wobec spadku o 3,4% w II kw.** Zmniejszenie dynamiki nakładów na środki trwałe było efektem przede wszystkim niższych wkładów inwestycji w energetyce i usługach transportowych. Uważamy, że spadek w tych kategoriach miał miejsce głównie w firmach kontrolowanych Skarb Państwa i samorządy i był związany głównie z przejściowo niższym wykorzystaniem środków unijnych. W III kw. odnotowano również pogłębienie spadku nakładów na środki trwałe w przetwórstwie i budownictwie. Naszym zdaniem były to głównie prywatne firmy powiązane z cyklem w inwestycjach publicznych. Zmniejszenie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ w III kw. stanowi znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą inwestycje ogółem zmniejszyły się w III kw. o 3,4% r/r wobec spadku o 4,9% w II kw.

Obniżenie wieku emerytalnego negatywne dla ratingów i złotego

Dwa tygodnie temu Sejm uchwalił prezydencką ustawę, która przewiduje obniżenie wieku emerytalnego do 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn (dalej wariant 60/65) od 1 października 2017 r. Po przyjęciu przez Sejm ustawa została skierowana do Senatu. Obniżenie wieku emerytalnego rodzi konsekwencje dla średnio- i długoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, sytuacji finansów publicznych, oceny wiarygodności kredytowej, a tym samym kursu złotego i premii za ryzyko zawartej w stopach procentowych.



Źródło: WiseEuropa, TEP

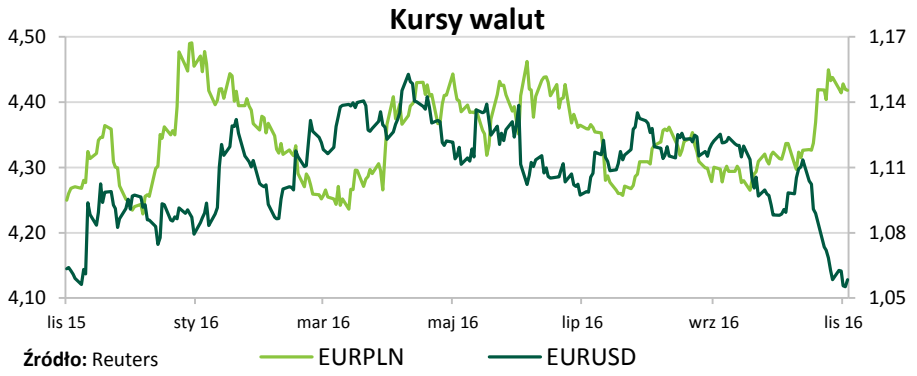
Zgodnie z prognozami Eurostatu, przy utrzymaniu obecnego docelowego wieku emerytalnego (dalej wariant 67/67) ze względu na starzenie się społeczeństwa będziemy mieli do czynienia z wyraźnym spadkiem liczby osób w wieku produkcyjnym w latach 2016-2050 (o 17,9% - 4,4 mln osób). Obniżenie wieku emerytalnego oddziaływałoby w kierunku pogłębienia tego spadku w analogicznym okresie do 28,1% (6,4 mln osób). Osoby na emeryturze charakteryzują się mniejszą aktywnością zawodową, co przyczynia się do spadku liczby osób pracujących. Zgodnie z wspólnym raportem WiseEuropa i Towarzystwa Ekonomistów Polskich, w scenariuszu 60/65 liczba osób pracujących w 2050 r. będzie niższa o 1,6 mln (o 11,3%) w porównaniu do wariantu 67/67. Na początku obowiązywania regulacji (2018-2019) spadek liczby osób pracujących będzie relatywnie silny ze względu na liczne przypadki korzystania z możliwości przejścia na emerytury po skokowym obniżeniu wieku emerytalnego. Zmniejszenie zasobu siły roboczej w scenariuszu 60/65 prowadzi do wolniejszego wzrostu PKB. Jednakże skala spowolnienia w średnim okresie w porównaniu do tempa wzrostu gospodarczego w wariancie 67/67 nie będzie znacząca. Zgodnie z szacunkami Wise roczna dynamika wzrostu gospodarczego w wariancie 60/65 (średnio 2,13% w latach 2017-2050) będzie przeciętnie niższa o 0,14 pkt. proc. niż w scenariuszu 67/67 (2,27%).

Niższa podaż pracy oddziałuje również w kierunku zmniejszenia dochodów podatkowych do budżetu państwa (w szczególności PIT i VAT), jak również spadku wpływów z tytułu składek na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne. Jednocześnie państwo musi ponosić koszty z tytułu konieczności zapewnienia emerytury minimalnej osobom, które wykazują wystarczająco długi okres ubezpieczeniowy uprawniający do wypłaty emerytury, jednak wpłacone przez nich składki nie wystarczają na jej sfinansowanie. Jeżeli emerytura wyliczona z zebranego kapitału (iloraz kwoty zebranej przez okres składkowania wraz z indeksacją oraz oczekiwanej dalszej długości trwania życia) będzie niższa od najniższego regulowanego ustawą świadczenia, to ZUS podwyższa ją do emerytury minimalnej. Wydatki publiczne z tego tytułu w narastają w kolejnych latach ze względu na wydłużającą się oczekiwaną długość trwania życia (w wariancie 60/65 następuje to jednak szybciej niż w scenariuszu 67/67). Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki przywrócenie wieku emerytalnego 60/65 będzie miało negatywny wpływ na wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych. Zgodnie z szacunkami Ministerstwa Finansów i ZUS przedstawionymi w Wieloletnim Planie Finansowym Państwa, nowa ustawa przyczyni się w 2017 r. do obniżenia wyniku sektora GG o 8,6 mld zł w 2017 r. (0,4% PKB), 10,2 md zł (0,5% PKB) w 2018 r. i 11,9 mld zł (0,5% PKB) w 2019 r. Oznacza to, że obniżenie wieku emerytalnego będzie czynnikiem w sposób znaczący pogarszającym saldo sektora finansów publicznych począwszy od 2018 r. Uważamy, że rząd będzie dążył do utrzymania deficytu sektora poniżej granicy 3% PKB głównie poprzez zwiększenie dochodów podatkowych, w znacznie mniejszym zaś zakresie poprzez ograniczenie wydatków. Mimo tego uważamy, że w średnim okresie ryzyko przekroczenia granicy 3% PKB dla deficytu sektora znacząco wzrasta w porównaniu do scenariusza 67/67. Ryzyko to może się zmaterializować w warunkach silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego będącego rezultatem pogorszenia koniunktury w otoczeniu gospodarczym Polski.

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. W szczególności dla agencji S&P i Moody's był to jeden z argumentów wymieniany przy zmianie perspektywy długoterminowego ratingu długu Polski, odpowiednio z pozytywnej na negatywną i z neutralnej do negatywnej. Najbliższa ocena polskiego ratingu zostanie dokonana przez agencję S&P w tym tygodniu (obecny rating Polski przyznany przez S&P to BBB+ z perspektywą negatywną). Oczekujemy, że S&P utrzyma negatywną perspektywę ratingu Polski w związku z bardzo prawdopodobnym obniżeniem wieku emerytalnego. Aktualizacje ratingu przez Moody's i Fitch nastąpią w 2017 r. W naszej ocenie obniżenie wieku emerytalnego może skłonić Moody's do obniżki ratingu (z A2 do A3) oraz Fitch do zmiany perspektywy ratingu z neutralnej na negatywną. Poza negatywnym wpływem na finanse publiczne, agencje najprawdopodobniej zaakcentują również negatywne skutki regulacji dla tempa wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Uważamy, że agencje w pełni uwzględnią skutki ustawy dla wiarygodności kredytowej Polski dopiero po zakończeniu procesu legislacyjnego.

Zgodnie z zarysowanym przez nas w ubiegłym tygodniu scenariuszem (por. MAKROmapa z 21.11.2016) oczekujemy, że w kolejnych tygodniach będziemy mieli do czynienia z lekkim umocnieniem złotego i spadkiem rentowności polskich obligacji. Będzie ono związane z obniżeniem się globalnej awersji do ryzyka i korektą po gwałtownej reakcji rynków na zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich. Obniżenie wieku emerytalnego oddziałujące w kierunku pogorszenia sytuacji w finansach publicznych, spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w średnim okresie i pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski jest negatywne dla kształtowania się kursu złotego oraz cen polskiego długu. Jest to jeden z czynników, który skłonił nas do rewizji w górę ścieżki kursu EURPLN w latach 2016-2017 (patrz wyżej).

Krajowe dane o inflacji i PKB negatywne dla złotego

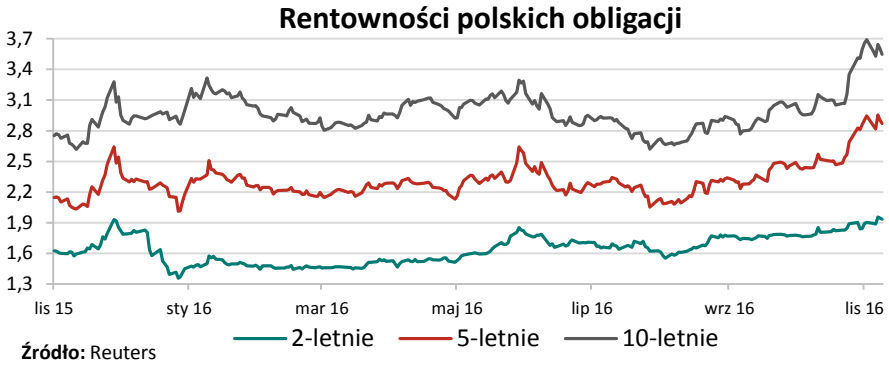


Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4183 (umocnienie złotego o 0,4%). W poniedziałek i we wtorek mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego wraz z obniżeniem światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej spadkiem indeksu VIX. W naszej ocenie wynikało to z korekty na globalnych rynkach po utrzymującym się od zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA spadku cen ryzykownych aktywów. Krajowe, słabsze od oczekiwań poniedziałkowe dane nt. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej miały ograniczony wpływ na kursu złotego. W środę doszło do odwrócenia trendu, wzrostu światowej awersji do ryzyka i osłabienia złotego. Deprecjacji złotego sprzyjały również lepsze od oczekiwań dane z USA (zamówienia na dobra trwałe oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). W czwartek i w piątek mieliśmy do czynienia z łagodnym umocnieniem złotego, co mogło być związane z mniejszą aktywnością inwestorów ze względu na Święto Dziękczynienia w USA.

W tym tygodniu istotne dla kursu złotego będą środowe dane o wstępnej inflacji i finalnym PKB w Polsce. Uważamy, że będą one oddziaływały w kierunku osłabienia złotego. Czwartkowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa nie spotka się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Neutralne dla złotego będą również dane z USA (drugi szacunek PKB, zatrudnienie poza rolnictwem, indeksy Conference Board, ISM dla przetwórstwa) oraz wyniki badań koniunktury w Chinach (PMI w przetwórstwie wg. Caixin i CFLP). Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona zapewne po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej najprawdopodobniej negatywny wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w kolejnym tygodniu.

Krajowe dane w centrum uwagi polskiego rynku długu



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,933 (wzrost o 3pb), obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,869 (spadek o 8pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 3,549 (spadek o 14pb). W poniedziałek mieliśmy do czynienia ze wzrostem cen polskiego długu w ślad za obligacjami niemieckimi, a we wtorek jego ceny były stabilne. W naszej ocenie było to związane korektą na rynku po trwającym od zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA wzroście rentowności obligacji na rynkach bazowych. W środę ceny polskiego długu spadały na całej krzywej dochodowości, w kierunku czego oddziaływały lepsze od oczekiwań dane z USA (zamówienia na dobra trwałe oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Treść *Minutes* była zgodna z oczekiwaniami rynku, co sprzyjało stabilizacji rentowności polskich obligacji w czwartek i piątek. Do niższej zmienności

cen polskiego długu przyczyniła się również mniejsza aktywność inwestorów ze względu na Święto Dziękczynienia w USA (czwartek).

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą środowe dane o inflacji i PKB w Polsce. W naszej ocenie będą one pozytywne dla cen polskich obligacji. Wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie (PMI) nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku. Ograniczony wpływ na krzywą dochodowości będą miały również dane z USA (drugi szacunek PKB, zatrudnienie poza rolnictwem, indeksy Conference Board, ISM poza przetwórstwem). Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona zapewne po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej najprawdopodobniej negatywny wpływ na polski rynek długu zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

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	-1,3	
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	0,6	
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	3,7	
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	9,7	8,4	8,4
Zatrudnienie poza rolnict. (%r/r)		2,2	2,3	1,5	1,9	1,4	1,0	0,5	0,0	1,4	2,0	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	0,0	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	1,72	1,80	1,97	1,72	1,72	1,97
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,75
EURPLN**		4,24	4,38	4,29	4,40	4,35	4,33	4,23	4,18	4,26	4,40	4,18
USDPLN**		3,73	3,94	3,82	4,00	3,95	3,87	3,74	3,63	3,92	4,00	3,63

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 28.11.2016r.				
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	5,0		5,0
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Listopad	0,60		0,57
		Wtorek 29.11.2016r.				
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,7	0,8	0,8
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	III kw.	2,9	3,1	3,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Wrzesień	0,2		0,4
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	98,6	101,6	101,1
		Środa 30.11.2016r.				
10:00	**Polska**	**PKB (% r/r)**	**III kw.**	**2,5**		
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,5	0,6	0,6
14:00	**Polska**	**Wstępna inflacja CPI (% r/r)**	**Listopad**	**-0,2**	**-0,2**	**0,0**
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	147		165
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Październik	0,3		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Listopad	50,6		52,2
		Czwartek 01.12.2016r.				
2:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Listopad	51,2	51,0	51,0
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	51,2	50,9	50,8
9:00	**Polska**	**Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)**	**Listopad**	**50,2**	**50,7**	**50,8**
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	54,4	54,4	54,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	53,7	53,7	53,7
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	10,0		10,0
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	53,9		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	51,9	52,3	52,2
		Piątek 02.12.2016r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-1,5		-1,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	4,9	4,9	4,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	161	175	175

* 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.