

W tym tygodniu

- **W niedzielę przeprowadzone zostało referendum konstytucyjne we Włoszech dotyczące m.in. przebudowy Senatu i ograniczenia jego politycznych kompetencji.** Zgodnie z oficjalnymi wynikami, 59,6% Włochów opowiedziało się przeciw zmianom w konstytucji. Premier Włoch, M. Renzi zapowiedział, że dzisiaj poda się do dymisji. Wynik referendum oddziałuje w kierunku wzrostu awersji do ryzyka ze względu na zwiększone prawdopodobieństwo wystąpienia tzw. efektu domina w Europie (por. MAKROmapa z 14.11.2016) oraz nasilenie obaw o możliwość dokapitalizowania włoskiego sektora bankowego. W krótkim horyzoncie czasowym wynik włoskiego referendum oddziałuje w kierunku spadku kursu EURUSD, osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. Oczekujemy, że mandat zaufania od Partii Demokratycznej i misję tworzenia nowego rządu otrzyma osoba z otoczenia M. Renziego. Brak konieczności przeprowadzania przedterminowych wyborów będzie oddziaływał w kierunku spadku ryzyka politycznego. Tym samym w dalszej perspektywie spodziewamy się zwiększenia apetytu na ryzyko, co będzie sprzyjać wzrostowi kursu EURUSD, umocnieniu złotego i zwiększeniu popytu na polski dług.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Podczas konferencji najprawdopodobniej zostanie poruszona kwestia spowolnienia wzrostu gospodarczego i silnego spadku inwestycji w III kw. Uważamy, że prezes NBP, A. Głapiński podtrzyma swoje stanowisko sprzed miesiąca, zgodnie z którym spadek dynamiki PKB jest w dużej mierze efektem ograniczonej absorpcji środków unijnych, a prawdopodobieństwo złagodzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach pozostaje niskie. Taki scenariusz jest spójny z oczekiwaniami rynkowymi wycenianymi przez kontrakty terminowe FRA. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu Rady oraz wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji nie spotkają ze znaczącą reakcją rynku.
- **W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem EBC wydłuży okres realizacji rozszerzonego programu skupu aktywów do września 2017 r. (obecnie horyzont tego programu sięga marca 2017 r.). Nasza ocena jest zgodna z konsensusem. W centrum uwagi rynków będą szczegóły dotyczące zmian w programie w kontekście malejącego zasobu obligacji spełniających warunki zakupu przez EBC. Oczekujemy, że EBC zrezygnuje z kryterium progu rentowności skupowanych obligacji oraz zwiększy z 33% do 50% limit skupu papierów wartościowych pochodzących z jednej emisji. Na konferencji po posiedzeniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Oczekujemy, że ścieżka inflacji zostanie zrewidowana lekko w dół w porównaniu do wrześniowej prognozy. Podczas konferencji po posiedzeniu EBC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W czwartek poznamy dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego nadwyżka zwiększyła się w listopadzie do 49,5 mld USD wobec 49,1 mld USD w październiku. Prognozujemy, że dynamika eksportu odnotowała w listopadzie spadek do -7,9% r/r wobec -7,7% w październiku, podczas gdy dynamika importu zmniejszyła się do -7,9% z -7,5%. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury w USA.** Dziś poznamy indeks ISM poza przetwórstwem. Oczekujemy, że zwiększył się on do 55,1 pkt. w listopadzie wobec 54,8 pkt. w październiku. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że wzrósł on do 94,5 pkt. w grudniu z 93,8 pkt. w listopadzie. Publikacja wyników badań koniunktury nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynkową.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miała miejsce aktualizacja długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Standard & Poor's.** Agencja podjęła decyzję o utrzymaniu ratingu na poziomie BBB+ oraz zmianie perspektywy z negatywnej do stabilnej. W uzasadnieniu do decyzji S&P wskazała na zmniejszenie obaw o ograniczenie wiarygodności kluczowych instytucji publicznych, w tym w szczególności niezależności banku centralnego. Agencja jednocześnie zaznaczyła, że w jej ocenie nie pogorszyły się perspektywy finansów publicznych w średnim okresie pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego w br. Agencja przewiduje wzrost deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB z 2,6% w 2016 r. do 3,1% w 2017 r. a następnie jego stopniowy spadek do 2,8% w 2019 r. S&P prognozuje wzrost długu publicznego z 51,9% do 53,0% PKB w analogicznym okresie. Ścieżka deficytu w latach 2017-2019 nie uległa znaczącym zmianom w porównaniu do lipcowej prognozy. Z kolei ścieżka długu publicznego w relacji do PKB została obniżona ok. 0,4 pkt. proc. ze względu na niższy punkt startowy prognozy (lepsze od oczekiwań wykonanie budżetu w br.). Naszym zdaniem, w swojej projekcji agencja nie uwzględniła danych o PKB w III kw., które zostały opublikowane w ubiegłym tygodniu. Wskazują na to prognozy tempa wzrostu gospodarczego (3,0% r/r) oraz inwestycji (1,0%) na 2016 r. Materializacja takiej prognozy wymagałaby bowiem bardzo silnej poprawy koniunktury w IV kw. (przyspieszenie wzrostu gospodarczego do ok. 3,4% r/r z 2,5% w II kw. przy wzroście dynamiki inwestycji z -7,7% do 10,8%). Biorąc pod uwagę napływające dane, uważamy, że prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza jest bliskie zeru. S&P nie uwzględnił również w pełni negatywnego wpływu obniżenia wieku emerytalnego na saldo i dług sektora finansów publicznych ze względu na niezakończony proces legislacyjny. Oczekujemy, że następna ocena wiarygodności będzie miała miejsce po przyjęciu ustawy obniżającej wiek emerytalny oraz będzie uwzględniała dane wskazujące na niższe od obecnych prognoz S&P tempo wzrostu gospodarczego w latach 2016-2017. Tym samym jest dość prawdopodobne, że przy następnej rewizji agencja – biorąc pod uwagę napływające w tym czasie informacje – ponownie zmieni perspektywę ratingu Polski na negatywną. Ubiegłotygodniowa decyzja agencji S&P jest w naszej ocenie lekko pozytywna dla kursu złotego i rynku długu.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem tempo wzrostu polskiego PKB w III kw. wyniosło 2,5% r/r wobec 3,1% w II kw.** Spadek dynamiki PKB wynikał z niższych wkładów eksportu netto (-0,3 pp. w III kw. wobec 1,0 pp. w II kw.) oraz inwestycji (-1,4 pp. wobec -0,9 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe kontrybucje zapasów (1,1 pp. w III kw. wobec 0,4 pp. w II kw.), spożycia indywidualnego (2,3 pp. wobec 1,9 pp.) oraz spożycia publicznego (0,8 pp. wobec 0,7 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w III kw. była konsumpcja prywatna, podczas gdy najsilniejszym czynnikiem spowolnienia był eksport netto (por. MAKROpuls z 30.11.2016). Dane o PKB w III kw. stanowią znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w całym 2016 r. (2,9%). Aktualizację naszych prognoz na lata 2016-2017 przedstawimy 12 grudnia.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w Polsce zwiększyła się w listopadzie do 0,0% r/r wobec -0,2% w październiku.** Uważamy, że do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa inflacja bazowa oraz przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności. Finalne dane o inflacji wraz z jej strukturą zostaną opublikowane 12 grudnia.
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 51,9 pkt. wobec 50,2 pkt. w październiku.** Wzrost wskaźnika wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia oraz zapasów pozycji zakupionych). W przeciwnym kierunku oddziaływał niższy wkład składowej dotyczącej czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje składowa dotycząca nowych zamówień eksportowych, która drugi miesiąc z rzędu znajduje się poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej

wzrost od spadku aktywności. Naszym zdaniem zmniejszenie napływu zamówień związane jest głównie z obserwowaną w ostatnich kwartałach zmianą struktury wzrostu gospodarczego w strefie euro (silny spadek wkładu eksportu do wzrostu), oddziałującą w kierunku zmniejszenia popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych (por. MAKROpuls z 01.12.2016). Przeciętna wartość wskaźnika PMI w okresie październik-listopad (51,0 pkt.) ukształtowała się na nieznacznie niższym poziomie niż w III kw. (51,3 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej oceny, że w IV kw. dynamika PKB wyniesie ok. 2,0% r/r wobec 2,5% w III kw.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w listopadzie o 178 tys. wobec wzrostu o 142 tys. w październiku (rewizja w dół z 161 tys.), co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (175 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+63,0 tys.) oświacie i służbie zdrowia (+44,0 tys.) oraz w turystyce i rekreacji (+29,0 tys.). Najsilniejszy spadek zatrudnienia miał miejsce w usługach informacyjnych (-10,0 tys.), handlu hurtowym (-8,3 tys.) oraz w przetwórstwie (-4,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w listopadzie do 4,6% wobec 4,9% w październiku, kształtując się poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,8% - por. MAKROmapa z 26.09.2016). Spadek stopy bezrobocia wynikał przede wszystkim z wyjścia części osób bezrobotnych poza zasób siły roboczej. Znalazło to odzwierciedlenie w obniżeniu współczynnika aktywności zawodowej do 62,7% w listopadzie wobec 62,8% w październiku. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego w listopadzie zmniejszyła się do 2,5% wobec 2,8% w październiku. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również drugi szacunek amerykańskiego PKB, którego sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu zostało zrewidowane górę do 3,2% wobec 2,9% we wstępnym szacunku. Rewizja w górę wynikała z wyższych wkładów konsumpcji prywatnej (1,89 pp. w II szacunku wobec 1,47 pp. w I szacunku) oraz eksportu netto (0,87 pp. wobec 0,83 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe wkłady zapasów (0,49 pp. w II szacunku wobec 0,61 pp. w I szacunku), inwestycji (-0,15 pp. wobec -0,09 pp.) oraz wydatków rządowych (0,05 pp. wobec 0,09 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w III kw. była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks Conference Board zwiększył się w listopadzie do 107,1 pkt. wobec 100,8 pkt w październiku. Wzrost wskaźnika wynikał z wyższych składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Zgodnie z komunikatem wyniki badania nie sygnalizują negatywnego wpływu zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA na nastroje konsumenckie. Na nieznaczną poprawę koniunktury w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zwiększył się w listopadzie do 51,9 pkt. wobec 51,5 pkt. we wrześniu. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 3 z 4 jego składowych (zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw) podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał niższy wkład składowej dla nowych zamówień. 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%. Tym samym dynamika amerykańskiego PKB w II poł. br. ukształtuje się powyżej poziomu potencjalnego, wspierając nasz scenariusz przewidujący zaostrzenie przez FED polityki monetarnej na grudniowym posiedzeniu.

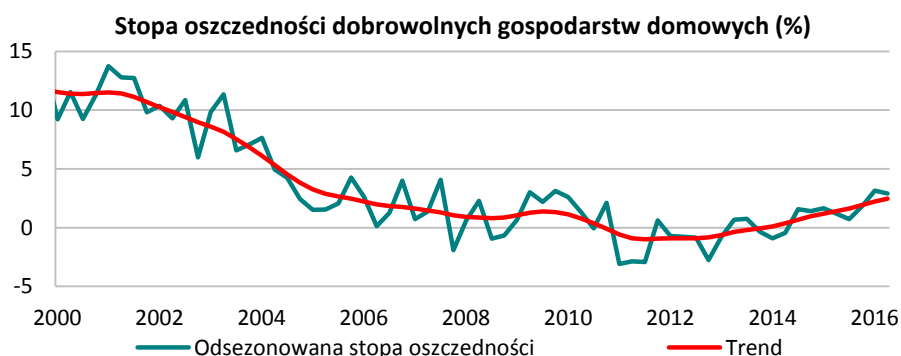
✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w listopadzie do 0,6% r/r wobec 0,5% w październiku.** Wzrost inflacji (o 0,1 pp.) wynikał z wyższej dynamiki cen żywności. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w strefie euro zwiększy się w IV kw. do 0,7% r/r wobec 0,3% w III kw.

✓ **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 50,9 pkt. wobec 51,2 pkt.** Źródłem spadku wskaźnika były wyższe wkłady 3 z 5 jego składowych (bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów pozycji zakupionych). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. W strukturze indeksu na uwagę zasługuje składowa dla nowych zamówień eksportowych, która już drugi miesiąc z rzędu utrzymuje się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrostu od spadku

aktywności, co wskazuje na osłabiony popyt zagraniczny na chińską produkcję. Na poprawę sytuacji w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast indeks PMI wg CFLP, który zwiększył się w listopadzie do 51,7 pkt. wobec 51,2 pkt. Listopadowe wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2016 r. o 6,7% wobec wzrostu o 6,5% w 2015 r. Tym samym jego tempo wzrostu będzie spójne z wyznaczonym przez chiński rząd celem dla dynamiki PKB na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%”.

Program Rodzina 500+ przejściowo podwyższył stopę oszczędności

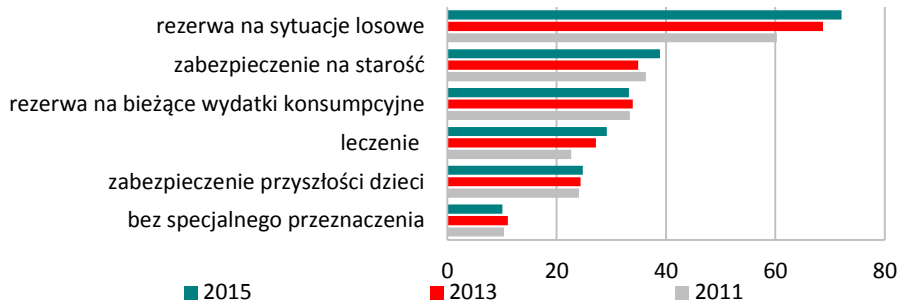
W MAKROmapie z 12.09.2016 zwracaliśmy uwagę, że obserwowany wzrost skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania jest jednym z czynników ograniczających przyspieszenie konsumpcji w ostatnich kwartałach. Poniżej analizujemy przyczyny zwiększonej skłonności do oszczędzania oraz przedstawiamy perspektywy kształtowania się tego wskaźnika.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Zgodnie ze statystyką rachunków narodowych oszczędności brutto gospodarstw domowych stanowią nadwyżkę dochodu do dyspozycji nad wydatkami na konsumpcję. Oszczędności mogą być zatem dodatnie lub ujemne. Stopa oszczędności stanowi iloraz oszczędności i dochodu rozporządzalnego. Jej dodatnia wartość wskazuje, że bieżący

dochód nie jest w pełni konsumowany. Ujemna stopa oszczędności oznacza natomiast, że w celu sfinansowania bieżącego spożycia zmniejszeniu ulegają aktywa gospodarstw domowych albo zwiększają się ich zobowiązania (np. poprzez zaciąganie kredytu). Zgodnie z danymi Eurostatu stopa oszczędności dobrowolnych (oszczędności brutto skorygowane w dół z tytułu transferów do OFE) utrzymywała się w trendzie malejącym do 2011 r. Tempo jej spadku uległo nasileniu w latach 2009-2011 i w I kw. 2011 r. ukształtowała się ona na najniższym poziomie w historii (-3,1%). Spadek stopy oszczędności w tym okresie był związany z silnym pogorszeniem sytuacji na rynku pracy (w latach 2009-2011 stopa bezrobocia zwiększyła się o ponad 3 pkt. proc.). Gospodarstwa domowe w coraz większym stopniu korzystały z nagromadzonych oszczędności do finansowania swoich bieżących wydatków. W czasie silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w latach 2011-2012 stopa oszczędzania zakotwiczyła się na ujemnym poziomie (komponent trendu wynoszący ok. -0,9%, por. wykres). Jej dalszy spadek był ograniczany przez malejący zasób aktywów gospodarstw domowych, który mógłby zostać użyty do sfinansowania konsumpcji, ich niską zdolność kredytową ograniczającą przestrzeń dla zwiększania zobowiązań oraz zmniejszenie bieżących wydatków (spadek dynamiki konsumpcji do poziomu bliskiego zera).

Cele gromadzenia oszczędności przez gospodarstwa domowe* (%)


Źródło: Diagnoza Społeczna 2015, Credit Agricole

*na wykresie przedstawiono wybrane kategorie

Okresie. Zgodnie z badaniem „Diagnoza Społeczna” z 2015 r., najczęściej wymienianym celem gromadzenia oszczędności jest tworzenie rezerwy na sytuacje losowe. Warto zauważyć, że odsetek osób wskazujących takie przeznaczenie oszczędności wyraźnie zwiększył się na tle innych kategorii pomiędzy 2011 r. i 2015 r. (wzrost o 11,8 pkt. proc., z 60,3% do 72,1%). Stanowi to wsparcie dla naszej oceny, iż głównym czynnikiem oddziałującym w ostatnich kwartałach w kierunku wzrostu stopy oszczędności był motyw zabezpieczenia się przed przyszłymi szokami dochodowymi. Uruchomienie programu Rodzina 500+ oddziaływało w kierunku wzrostu znaczenia tego czynnika. Wypłata świadczeń przyczyniła się bowiem do wyraźnego wzrostu realnego dochodu rozporządzalnego w II kw. Dzięki temu najuboższe gospodarstwa domowe, które wcześniej nie były w stanie odkładać pieniędzy, mogły zwiększyć oszczędności buforowe.

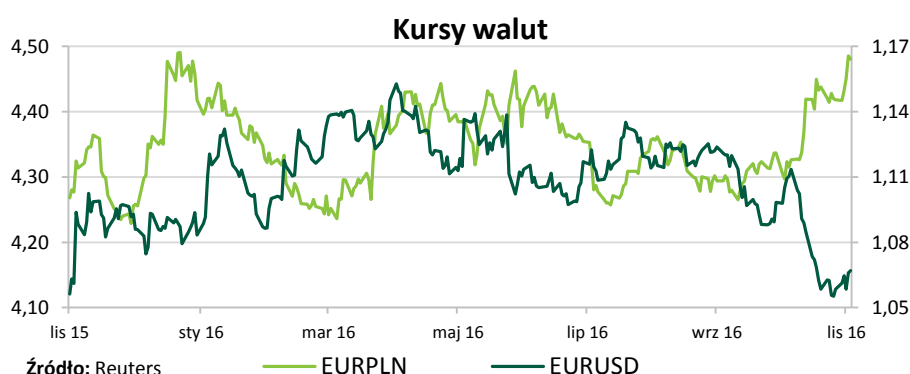
Od 2013 r. można zaobserwować wzrost stopy oszczędności dobrowolnych. Naszym zdaniem, wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy w ciągu ostatnich kwartałów skłania konsumentów do odbudowy bufora oszczędnościowego, który uległ zmniejszeniu w okresie gorszej koniunktury lub w wyniku spłaty zobowiązań zaciągniętych w tym

Uważamy, że drugim czynnikiem, który oddziałuje w kierunku wzrostu stopy oszczędności, są rosnące obawy Polaków o wysokość przyszłej emerytury. Zgodnie z teorią cyklu życia, konsumpcja jednostek jest wygładzana w czasie. Gospodarstwa domowe dążą do utrzymywania relatywnie stałego poziomu konsumpcji przez cały okres swojego życia. Zgodnie z tą teorią bieżące oszczędności stanowią różnicę pomiędzy długookresowym poziomem (wyrównanej w czasie) konsumpcji a bieżącymi, zmiennymi dochodami. Tym samym jednym z czynników kształtujących bieżący poziom stopy oszczędzania są oczekiwania dotyczące wysokości przyszłej emerytury. Im niższy jest przewidywany poziom otrzymywanego świadczenia, tym wyższa jest bieżąca skłonność do oszczędzania. Ze względu na przeprowadzoną w 2013 r. reformę polegającą na zmniejszeniu znaczenia II filara (OFE) i przeniesieniu zgromadzonych tam środków na subkonta w ZUS nasiliły się obawy Polaków o wysokość przyszłej emerytury. Naszą ocenę wspiera ankieta TNS Polska przeprowadzona w grudniu 2015 r., zgodnie z którą 50% respondentów (osoby w wieku 25-45 lat) było przekonanych, że emerytura wypłacana w oparciu o obowiązkowe składki deponowane w ZUS wystarczy tylko na opłacenie podstawowych świadczeń i bieżących wydatków na minimalnym poziomie. Co więcej, 30% badanych było zdania, że emerytura nie wystarczy nawet na opłacenie podstawowych świadczeń. Podobne wnioski można wyciągnąć na podstawie Diagnozy Społecznej, zgodnie z którą w latach 2013-2015 odnotowano wyraźny wzrost odsetka osób oszczędzających w celu „zabezpieczenia na starość” (z 34,9% do 38,9%). Hipotezę o wzroście stopy oszczędzania w celu finansowania przyszłej konsumpcji na emeryturze wspiera również rosnące zainteresowanie formami oszczędzania w ramach III filaru systemu emerytalnego. Wartość środków zgromadzonych w ramach Indywidualnych Kont Oszczędnościowych (IKE) i Indywidualnych Kont Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE) zwiększała się w latach 2012-2015 w przeciętnym tempie równym 20,1% rocznie. Należy jednak zwrócić uwagę, że udział IKE i IKZE w strukturze aktywów gospodarstw domowych wciąż jest niewielki (0,4% na koniec I kw. 2016 r.).

Stopa oszczędności dobrowolnych w II kw. br. uległa nieznacznemu obniżeniu (do 2,9% wobec 3,2% w I kw.). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane wskazujące na silny wzrost konsumpcji w III kw. oraz odnotowane w tym okresie lekkie obniżenie dynamiki realnego funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnej płacy) w gospodarce sygnalizują, że obserwowana od 2014 r. tendencja do wzrostu stopy oszczędności gospodarstw domowych najprawdopodobniej została zahamowana. Uważamy, że

znaczenie głównego motywu oszczędzania, jakim w ostatnich kwartałach było zabezpieczenie się przed przyszłymi szokami dochodowymi stopniowo maleje wraz z osiągnięciem odpowiednio wysokiego bufora oszczędności. Natomiast oczekiwane obniżenie wieku emerytalnego w IV kw. 2017 r., które przyczynia się (przy innych warunkach niezmiennych) do spadku wysokości przyszłych emerytur, oddziałuje w kierunku wzrostu skłonności do oszczędzania. Ponadto, w II kw. 2017 r. zacznie wygasać pozytywny wpływ programu Rodzina 500+ na dynamikę spożycia prywatnego. Część gospodarstw domowych chcąc utrzymać dotychczasowe tempo wzrostu konsumpcji zacznie w tym celu korzystać z nagromadzonych oszczędności, co będzie miało negatywny wpływ na wysokość stopy oszczędności dobrowolnych. Uważamy, że program Rodzina 500+ może również przyczynić się do dezaktywacji zawodowej kobiet otrzymujących niskie wynagrodzenie. Zgodnie z badaniami NBP bierność zawodowa powoduje istotny spadek skłonności do oszczędzania. Naszym zdaniem, wypadkową przedstawionych powyżej czynników będzie stabilizacja lub lekki spadek stopy oszczędności dobrowolnych w kolejnych kwartałach. Tym samym oczekiwane przez nas zmniejszenie dynamiki konsumpcji w II poł. 2017 r. (efekt wysokiej bazy związany z wygasaniem wpływu programu Rodzina 500+) może zmaterializować się w mniejszym stopniu niż wcześniej zakładaliśmy. Zarysowane powyżej czynniki, istotne dla przewidywanej ścieżki dynamiki spożycia prywatnego i tempa wzrostu PKB, uwzględnimy w naszej najbliższej kwartalnej prognozie makroekonomicznej, którą opublikujemy 12 grudnia.

Wynik referendum we Włoszech negatywny dla złotego



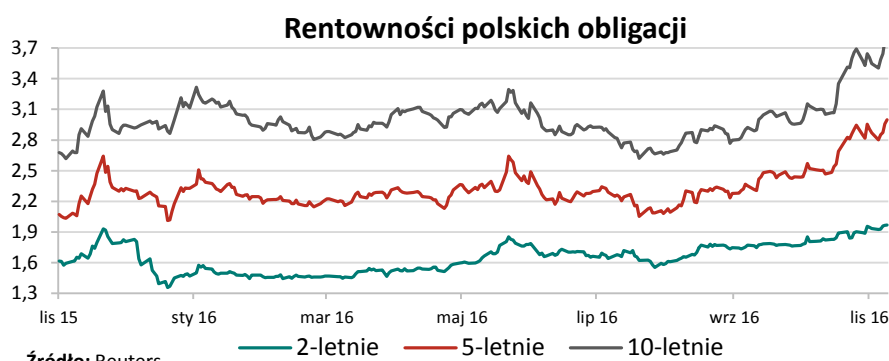
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4808 (osłabienie złotego o 1,4%). W poniedziałek z uwagi na ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu polskiej waluty. Od wtorku do czwartku złoty znajdował się w trendzie deprecjacyjnym. We wtorek w kierunku jego osłabienia oddziaływały dobre dane z

amerykańskiej gospodarki (drugi szacunek PKB w III kw., raport ADP oraz indeks Conference Board). W środę i w czwartek złoty tracił na wartości wraz ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej wyższą wartością indeksu VIX. W naszej ocenie zmniejszenie apetytu na ryzykowne aktywa związane było m.in. ze wzrostem ryzyka politycznego we Włoszech z uwagi na referendum konstytucyjne (patrz powyżej). Wpływ krajowych danych (PKB, wstępna inflacja, indeks PMI dla przetwórstwa) na kurs złotego był ograniczony. W piątek kurs polskiej waluty ustabilizował się, a dane z amerykańskiego rynku pracy były neutralne dla rynku. Decyzja agencji S&P o zmianie perspektywy ratingu Polski z negatywnej na stabilną miała miejsce po zamknięciu europejskich rynków i przy niskich obrotach przyczyniła się do lekkiego umocnienia złotego w godzinach wieczornych.

Niekorzystny wynik referendum konstytucyjnego we Włoszech będzie w najbliższych dniach oddziaływał w kierunku osłabienia kursu złotego w stosunku do euro i - w większym stopniu - w stosunku do dolara. Oczekujemy, że wpływ tego wyniku na notowania złotego będzie na tyle silny, że skompensuje on w pełni lekko pozytywny wpływ na kurs złotego piątkowej nieoczekiwanej decyzji agencji S&P o zmianie perspektywy ratingu Polski z negatywnej na stabilną. W tym tygodniu ważnym czynnikiem kształtującym popyt na polską walutę będzie czwartkowe posiedzenie EBC. Uważamy, że EBC zdecyduje się wydłużyć rozszerzony program skupu aktywów, a wypowiedzi prezesa M. Draghi na konferencji po posiedzeniu będą oddziaływały w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego. Konferencja po środowym posiedzeniu RPP będzie naszym zdaniem neutralna dla złotego. Pozostałe dane ze światowej gospodarki

(bilans handlowy w Chinach, ISM poza przetwórstwem oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan w USA) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

Rating S&P w cieniu włoskiego referendum



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,969 (wzrost o 4pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,998 (wzrost o 13pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,823 (wzrost o 27pb). Od poniedziałku do czwartku utrzymywał się wzrost rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej

dochodowości. Od środy wzrost rentowności widoczny był również na rynkach bazowych (USA, Niemcy). W jego kierunku oddziaływał wzrost cen ropy naftowej będący skutkiem porozumienia OPEC w sprawie ograniczenia jej wydobycia, który zwiększył oczekiwania na wyższą inflację w przyszłości, a w konsekwencji wyższy poziom stóp procentowych. W kierunku spadku cen długu na rynkach bazowych oraz w Polsce oddziaływały również dobre dane z amerykańskiej gospodarki (drugi szacunek PKB w III kw., raport ADP oraz indeks Conference Board – patrz wyżej) wspierające argumentację na rzecz zaostrzenia polityki monetarnej w USA w grudniu. Krajowe dane nt. PKB, wstępnej inflacji oraz indeksu PMI dla przetwórstwa miały ograniczony wpływ na rentowności polskich obligacji. W piątek ceny polskiego długu były relatywnie stabilne, a dane z amerykańskiego rynku pracy nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. Decyzja agencji S&P o zmianie perspektywy ratingu Polski z negatywnej na stabilną miała miejsce po zamknięciu europejskich rynków i w efekcie była neutralna dla rentowności polskich obligacji.

Piątkowa nieoczekiwana decyzja agencji S&P o zmianie perspektywy ratingu Polski z negatywnej na stabilną jest w naszej ocenie lekko pozytywna dla cen polskiego długu. Wpływ ten będzie jednak skompensowany przez niekorzystny wynik włoskiego referendum konstytucyjnego. Wynik ten, przyczyniający się do wzrostu awersji do ryzyka, będzie oddziaływał w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie czwartkowe posiedzenie EBC. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu można oczekiwać podwyższonej zmienności cen polskich obligacji. Konferencja po środowym posiedzeniu RPP nie spotka się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Pozostałe dane ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla polskiego rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	gru 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*	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,45
Kurs USDPLN*	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,14
Kurs CHFPLN*	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,12
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	0,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	0,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	4,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	3,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,6	9,7	10,2	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,3	
Saldo ROB (mln EUR)	28	-846	679	-652	-217	492	389	113	-635	-1007	-999	-1203		
Eksport (r/r, % EUR)	10,7	10,8	-1,3	5,4	0,0	4,1	0,0	5,7	-5,1	8,5	1,5	-2,8		
Import (r/r, % EUR)	6,3	4,4	0,3	7,4	0,9	0,3	1,5	0,4	-6,8	10,7	3,2	3,4		

* 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	3,9	4,0	4,0	3,7	3,0	3,1	3,2	3,6	3,4	
Inwestycje (% r/r)	-2,2	-5,0	-7,7	-1,5	3,0	4,4	5,1	5,2	6,1	-2,7	4,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,7	11,4	6,8	5,0	5,8	6,0	6,1	7,0	7,7	7,5	6,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	10,0	7,8	5,9	6,0	6,3	6,6	7,3	6,6	8,1	6,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,3	1,9	2,6	2,2	1,8	1,5	1,8	2,0	2,0
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,9	-1,4	-0,2	0,1	0,1	-0,2	0,1	1,2	-0,7	0,0
	Eksport netto (pp.)	-0,7	1,0	-0,3	-0,3	0,0	0,7	-0,2	0,1	0,8	-0,1	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	4,45	4,35	4,33	4,23	4,18	4,26	4,45	4,18	
USDPLN**	3,73	3,94	3,82	4,14	3,95	3,87	3,74	3,63	3,92	4,14	3,63	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Uwaga: kwartalne prognozy zostaną zaktualizowane 12 grudnia

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 05.12.2016r.							
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Listopad	54,1	54,1	54,1	
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Listopad	54,1	54,1	54,1	
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	13,1		13,1	
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	-0,2		0,8	
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Listopad	54,8	55,1	55,3	
Wtorek 06.12.2016r.							
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	-0,6		0,6	
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	III kw.	0,3	0,3	0,3	
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	III kw.	1,6	1,6	1,6	
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	0,3	3,1	2,5	
Środa 07.12.2016r.							
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Grudzień	1,50	1,50	1,50	
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-1,8		0,8	
Czwartek 08.12.2016r.							
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Listopad	49,1	49,5		
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	0,00	0,00	0,00	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	251		260	
Piątek 09.12.2016r.							
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	1,2	2,5		
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	2,1	2,1		
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	21,3		21,5	
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	-0,4		-0,3	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	0,2		0,3	
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	93,8	94,5	95,0	

* 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