

W tym tygodniu

- **W piątek poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,1% m/m w listopadzie wobec wzrostu o 0,1% w październiku, co wynikało z niższej dynamiki sprzedaży w branży motoryzacyjnej i spadku cen paliw. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże na stabilizację nastrojów gospodarstw domowych w grudniu (91,0 pkt. wobec 91,3 pkt. w listopadzie). Sumaryczny wpływ gorszych od oczekiwań rynkowych odczytów z USA może być lekko pozytywny dla złotego i cen polskiego długu.
- **W czwartek odbędzie się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z ankietą przeprowadzoną przez agencję Reutera, większość analityków oczekuje, że SNB utrzyma docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawi stopę depozytową na poziomie -0,75%. Podtrzymana zostanie również ocena SNB, że kurs franka jest przewartościowany i możliwe są interwencje walutowe banku centralnego w celu jego osłabienia. Jednocześnie zaprezentowana zostanie najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Oczekujemy, że ścieżka inflacji zostanie w niej zrewidowana w dół. Kluczowe dla rynków będą wypowiedzi prezesa SNB, T. Jordana na konferencji po posiedzeniu. Na ich podstawie będzie możliwa pełniejsza ocena dalszych perspektyw polityki pieniężnej SNB. Uważamy, że po przeprowadzonym w ubiegłym tygodniu złagodzeniu polityki pieniężnej przez EBC, istnieje ryzyko w dół dla stóp procentowych SNB. W przypadku złagodzenia polityki pieniężnej przez SNB na posiedzeniu w tym tygodniu można oczekiwać osłabienia kursu franka wobec euro i spadku kursu CHFPLN.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego nadwyżka zmniejszyła się w listopadzie do 57,2 mld USD wobec 61,6 mld USD w październiku. Jednocześnie nominalna dynamika eksportu zmniejszyła się w listopadzie do -7,3% r/r wobec -6,9% w październiku, a nominalna dynamika importu wzrosła do -11,5% r/r wobec -18,8%. W naszej ocenie dane będą neutralne dla złotego i cen polskiego długu.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie EBC, na którym podjęto decyzję o obniżeniu stopy depozytowej o 10 pb do -0,30%.** Za obniżką stopy depozytowej opowiedziała się większość członków Rady Prezesów. Pozostałe stopy procentowe utrzymano na niezmiennym poziomie. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wydłużony został również Rozszerzony Program Skupu Aktywów, który zgodnie z zapowiedziami EBC ma potrwać co najmniej do marca 2017 r. lub dłużej (zgodnie z wcześniejszym stanowiskiem EBC miał się on zakończyć najwcześniej we wrześniu 2016 r.). Na konferencji po posiedzeniu przedstawiono również grudniową projekcję makroekonomiczną EBC. Nieznacznie obniżona została w niej ścieżka inflacji, zgodnie z którą tempo wzrostu cen wyniesie w 2015 r. 0,1% (0,1% we wrześniowej projekcji), w 2016 r. 1,0% (1,1%) oraz 1,6% w 2017 r. (1,7%). Tym samym EBC nie oczekuje, że inflacja powróci do celu inflacyjnego (nieznacznie poniżej 2%) w horyzoncie projekcji. Zwiększone zostało natomiast prognozowane tempo wzrostu PKB, które zgodnie z prognozą EBC wyniesie 1,5% w 2015 r. (wobec 1,4% we wrześniowej projekcji), 1,7% w 2016 r. (1,7%) oraz 1,9% w 2017 r. (1,8%). Rewizja tempa wzrostu gospodarczego w górę wynikała m.in. z uwzględnienia wpływu wyższych wydatków rządowych związanych z napływem uchodźców do krajów strefy euro. Treść komunikatu po posiedzeniu oraz wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego na konferencji po posiedzeniu wskazują, iż EBC uważa obecnie prowadzoną politykę monetarną za odpowiednią i nie planuje zmieniać jej w najbliższym czasie. Skala łagodzenia polityki monetarnej przez EBC była mniejsza niż oczekiwał tego rynek, zgodnie z naszymi oczekiwaniami (por. MAKROmapa z 30.11.2015) doprowadziło do osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji. Efektem

mniejsego od oczekiwań rozluźnienia polityki pieniężnej przez EBC było również znaczące umocnienie euro względem dolara (o ok. 3,3%).

- ✔ **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w październiku o 211 tys. wobec 298 tys. we wrześniu (rewizja w górę z 271 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w budownictwie (+46,0 tys.), w oświacie i służbie zdrowia (+40,0 tys.) i wypoczynku i rekreacji (+39,0 tys.). Wśród działów, w których najsilniej zredukowano zatrudnienie znalazły się działalność informacyjna (-12,0 tys.), górnictwo i wycinka drzew (-11 tys.) oraz przetwórstwo (-1,0 tys.). Stopa bezrobocia w listopadzie nie zmieniła się w stosunku do października i wyniosła 5,0%, kształtując się tym samym nieznacznie powyżej wskazywanego przez FOMC poziomu bezrobocia naturalnego (4,9% - por. MAKROmapa z 21.09.2015). Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego zmniejszyła się w listopadzie do 2,3% wobec 2,5% w październiku. Oczekiwana przez nas dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia presji płacowej i powrotu inflacji do celu w średnim okresie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 48,6 pkt. wobec 50,1 pkt. w październiku, kształtując się na najniższym poziomie od czerwca 2009 r. Jest to jednocześnie pierwszy miesiąc od listopada 2012 r., w którym indeks ukształtował się poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku zmniejszenia wskaźnika oddziaływały niższe wartości 3 z 5 jego składowych (nowe zamówienia, bieżąca produkcja i zapasy). Spadek odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 55,9 pkt. wobec 59,1 pkt. W kierunku zmniejszenia wskaźnika oddziaływały 3 z 4 jego składowych (aktywność biznesowa, nowe zamówienia i zatrudnienie). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w grudniu br.
- ✔ **Zgodnie z finalnym szacunkiem GUS tempo wzrostu PKB w III kw. br. wyniosło 3,5% r/r wobec 3,3% w II kw. i było wyższe od opublikowanego wcześniej wstępnego szacunku (3,4%).** Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych dynamika PKB zwiększyła się do 3,7% r/r w III kw. z 3,5% w II kw. Z kolei w ujęciu kw/kw i po wyeliminowaniu czynników sezonowych wzrost PKB w III kw. przyspieszył do 0,9% kw/kw wobec 0,8% w II kw. Źródłem zwiększenia rocznej dynamiki PKB były wyższe wkłady zapasów (-0,1 pp. w III kw. wobec -0,4 pp. w II kw.) oraz eksport netto (0,4 pp. wobec 0,2 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe kontrybucje inwestycji (0,9 pp. wobec 1,1 pp.) oraz spożycia ogółem (2,3 pp. wobec 2,4 pp.). Struktura danych wskazuje, że III kw. był szczytem obecnego cyklu koniunktury por. MAKROpuls z 30.11.2015). Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą, oczekujemy że w IV kw. roczna dynamika PKB zmniejszy się do 3,1%, a w całym 2015 r. PKB zwiększy się o 3,4% (patrz poniżej).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu Ministerstwo Finansów przedstawiło podstawowe informacje dotyczące nowelizacji budżetu na 2015 r.** Zgodnie z nowelizacją ustawy budżetowej dochody budżetu państwa w roku 2015 będą niższe od tych zaplanowanych w pierwotnej wersji ustawy o 10,5 mld zł, a wydatki obniżone zostaną o 6,6 mld zł. Na niższe dochody budżetowe złożą się zmniejszenie dochodów z tytułu podatku od towarów i usług (o 13,3 mld zł) oraz podatku akcyzowego (o 0,6 mld zł) oraz wyższe wpływy z tytułu podatku CIT (o 1,1 mld zł), podatku PIT (o 0,6 mld zł) i wyższe dochody niepodatkowe (o 1,7 mld zł). Obniżenie wydatków budżetu państwa będzie efektem oszczędności wynikających z niewykorzystanych rezerw celowych oraz z dotychczasowych blokad wydatków dokonanych przez dysponentów budżetu państwa. Zgodnie z aktualnymi prognozami Ministerstwa Finansów uwzględniającymi nowelizację ustawy budżetowej deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych może w 2015 r. przejściowo nieznacznie przekroczyć 3% PKB (3-3,2% PKB - wobec szacowanych 2,8% PKB w jesiennej notyfikacji fiskalnej). Oznacza to wysokie prawdopodobieństwo ponownego objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu po wiosennej notyfikacji fiskalnej, co będzie oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej dochodowości. Zgodnie z nowelizacją budżetu wpłata z tytułu aukcji na rezerwację

częstotliwości LTE nie zostanie wniesiona w 2015 r. Oznacza to, że program „500 zł na dziecko”, którego uruchomienie jest planowane na 2016 r., będzie w znacznym stopniu finansowany nietrwałym przychodem z aukcji LTE. W konsekwencji, prawdopodobieństwo obniżenia podstawowej stawki VAT w 2017 r. do 22% (zgodnie z obowiązującą ustawą) jest w naszej ocenie bardzo niskie, co jest czynnikiem w górę dla naszej prognozy inflacji w 2017 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu do Sejmu złożony został projekt ustawy modyfikujący tzw. stabilizującą regułę wydatkową, która określa maksymalny limit wydatków możliwy do przyjęcia w budżecie państwa.** W obecnej wersji reguły kwota wydatków na rok kolejny powiększana jest o prognozowany wskaźnik inflacji (skorygowany o błędy prognozy w latach poprzednich) w stosunku do sumy wydatków z roku bieżącego. Zgodnie z nową, zmodyfikowaną formułą reguły, maksymalna kwota wydatków określona w projekcie ustawy budżetowej na kolejny rok zostaje natomiast powiększona o cel inflacyjny NBP (2,5%). Szacujemy, że zmiana ta pozwoli na zwiększenie maksymalnego poziomu wydatków z 702,1 mld zł do 718,2 mld zł, a więc o 16,1 mld zł w 2016 r. w porównaniu do tego wynikającego z reguły wydatkowej obowiązującej w obecnej postaci. Szacunek ten nie uwzględnia dodatkowego wzrostu wydatków dzięki drugiej zaproponowanej przez rząd modyfikacji reguły fiskalnej, która umożliwi przejściowe zwiększenie limitu wydatkowego w przypadku przewidywanej realizacji w roku budżetowym istotnych dochodów z działań jednorazowych i tymczasowych (np. przychodów z aukcji częstotliwości LTE). Oznacza to, że dodatkowy wzrost wydatków w 2016 r. najprawdopodobniej przekroczy 20 mld zł.

✓ **W naszej ocenie wcześniejsze wypowiedzi wicepremiera M. Morawieckiego i ministra finansów P. Szałamachy (por. MAKROmapa z 30.11.2015) oraz zaproponowana modyfikacja reguły wydatkowej wskazują, że średniookresowa strategia fiskalna rządu będzie podporządkowana utrzymywaniu deficytu sektora finansów publicznych na poziomie nieznacznie poniżej 3% PKB, a obecne i ewentualnie przyszłe zmiany w regule fiskalnej będą spójne z tym celem.** W konsekwencji, reguła fiskalna nie będzie już mechanizmem dyscyplinującym politykę fiskalną w Polsce w najbliższych latach. W naszej ocenie zmiany w regule fiskalnej są negatywne dla długoterminowego ratingu Polski, w tym przede wszystkim dla oceny dokonanej przez agencję Standard& Poor's (która w lutym br. podwyższyła perspektywę polskiego ratingu ze stabilnej do pozytywnej) i agencję Moody's (która oceniła wynik październikowych wyborów parlamentarnych jako negatywny dla ratingu Polski). Ponadto, oparcie reguły fiskalnej na celu inflacyjnym RPP oznacza, że nowa RPP (w najbliższych tygodniach Sejm, Senat i Prezydent nominują jej 8 nowych członków) będzie bardziej niż obecna Rada zdeterminowana w dążeniu do osiągnięcia tego celu w 2017 r. Zmiany w regule fiskalnej stanowią zatem silne wsparcie dla naszej prognozy obniżki stóp procentowych w o 50 pb w marcu 2016 r. i znaczącej rewizji prognozy kursu złotego w II poł. 2016 r. Makroekonomiczne konsekwencje zmiany reguły fiskalnej omówimy szerzej w najbliższej MAKROmapie.

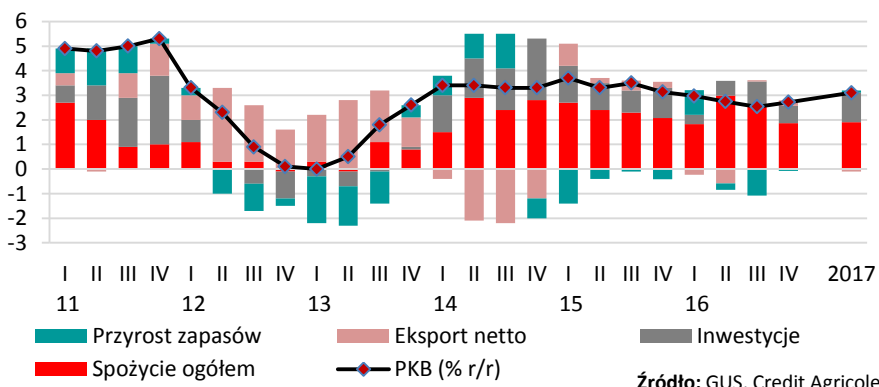
✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również szczegóły planowanego przez Rząd podatku bankowego.** Szef sejmowej komisji finansów publicznych Wojciech Jasiński powiedział, że stawka podatku bankowego wyniesie 0,0325% wartości aktywów i będzie naliczana miesięcznie (w skali roku wyniesie ona 0,39%). Podatek nałożony zostanie również na ubezpieczycieli, w przypadku których wyniesie on 0,05% wartości aktywów miesięcznie (0,6% w skali roku). Podstawą opodatkowania będzie nadwyżka sumy wartości aktywów podatnika ponad kwotę 4 mld zł. Według W. Jasińskiego podatek ma obowiązywać od 1 lutego 2016 r.

✓ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Uzasadniając decyzję o utrzymaniu parametrów polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie Rada podtrzymała ocenę zawartą w komunikacie po listopadowym posiedzeniu, zgodnie z którą wzrostowi dynamiki cen w najbliższych kwartałach będzie sprzyjać stopniowe domykanie się luki popytowej, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. W komunikacie pojawiło się również stwierdzenie, iż w świetle

dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz makroekonomicznej równowagi (por. MAKROpuls z 2.12.2015). Na konferencji po posiedzeniu M. Belka powiedział, że obniżka stóp procentowych nie jest obecnie potrzebna, a przed ewentualnym podjęciem takiej decyzji trzeba by rozważyć jej konsekwencje dla stabilności sektora finansowego. Uważamy, że oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu PKB w IV kw. br. i I kw. 2016 r. (patrz poniżej), modyfikacja reguły fiskalnej oraz odległa perspektywa powrotu inflacji do celu, która zostanie najprawdopodobniej zasygnalizowana w projekcji przygotowanej przez NBP w marcu 2016 r., skłonią członków RPP do przeprowadzenia jednorazowej obniżki stóp procentowych o 50 pb w marcu 2016 r. (z ryzykiem przesunięcia obniżki na lipiec).

- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 52,1 pkt. wobec 52,2 pkt. w październiku.** Pogorszenie nastrojów wynikało z nieznacznego spadku zapasów pozycji zakupionych (por. MAKROpuls z 1.12.2015). W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast zwiększenie składowej dla bieżącej produkcji, nowych zamówień. Zmniejszenie poziomu zapasów przy jednoczesnym ograniczeniu aktywności zakupowej przedsiębiorstw sygnalizuje ryzyko dla trwałości ożywienia w polskim przetwórstwie, wskazując na podwyższoną niepewność firm, co do przyszłego poziomu koniunktury. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2016 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowany został wstępny odczyt inflacji w Polsce.** Zwiększyła się ona w listopadzie do -0,5% r/r wobec -0,7% w sierpniu, co było poniżej oczekiwań rynku (-0,4%) i naszej prognozy (-0,3%). Finalne dane o inflacji wraz z jej strukturą zostaną opublikowane 15 grudnia.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro nie zmieniła się w listopadzie w stosunku do października i wyniosła 0,1% r/r.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen nośników energii, której wpływ został skompensowany przez niższe tempo wzrostu cen w usługach. Dane stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy, zgodnie z którą inflacja w strefie euro wyniesie w grudniu 0,4% r/r.
- **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 48,6 pkt. wobec 48,3 pkt. w październiku.** Jest to 9 miesiąc z rzędu, w którym indeks znajduje się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Struktura danych sygnalizuje dalsze spowolnienie popytu wewnętrznego, którego negatywny wpływ na chińską gospodarkę częściowo ograniczany jest przez wzrost zamówień zagranicznych. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również oficjalny indeks PMI, który zmniejszył się w listopadzie do 49,6 pkt. wobec 49,8 pkt. w październiku. Dane nt. koniunktury stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w IV kw. dynamika chińskiego PKB zmniejszy się do 6,8% r/r wobec 6,9% w III kw., a w całym 2015 r. PKB zwiększy się o 6,8% wobec wzrostu o 7,3% w 2014 r.

Prognozy na lata 2016-2017



Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 8). Naszym zdaniem w IV kw. br. nastąpi obniżenie dynamiki PKB do 3,1% r/r wobec 3,5% w III kw., co będzie wynikało ze spadku wartości

dodanej w budownictwie oraz ustąpienia korzystnych efektów bazy w usługach (w dziale "działalność finansowa i ubezpieczeniowa", por. MAKROpuls z 30.11.2015). W efekcie średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 3,4% w br. Oczekujemy, że w 2016 r. PKB wzrośnie o 2,7% (2,5% przed rewizją), a w 2017 r. o 3,1%.

W 2016 r. oczekujemy wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego przede wszystkim ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy z br. przyczyniających się do zmniejszenia dynamik eksportu i inwestycji. W rezultacie, przy zwiększeniu tempa wzrostu importu wkład eksportu netto w skali całego roku stanie się ujemny. Dodatkowo wzrost PKB w Polsce w 2016 r. będzie ograniczany przez znaczący spadek dynamiki inwestycji publicznych (zmniejszone wykorzystanie środków unijnych na początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020). Rewizja dynamiki PKB w górę w 2016 r. w stosunku do wrześniowej prognozy związana jest głównie z uwzględnieniem efektów uruchomienia programu "500 zł na dziecko" (program 500+).

Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli rządu, wypłaty 500 zł na dziecko mają nastąpić od 1 kwietnia 2016 r. W naszej prognozie założyliśmy, że w okresie II-IV kw. 2016 r. zostanie stopniowo wypłacone gospodarstwom domowym 16,1 mld zł (3/4 środków przewidzianych na pełen rok trwania programu). Środki te spowodują zwiększenie dochodu do dyspozycji brutto w sektorze gospodarstw domowych (dochód „w kieszeni”, który można wydać lub zaoszczędzić). W naszej ocenie efekty tego programu nie będą jednak rozłożone równomiernie w czasie. Naszym zdaniem, w pierwszym kwartale trwania programu (II kw. 2016 r.) większość środków otrzymanych w ramach programu 500+ zostanie wydana. W efekcie na początku trwania programu tylko niewielka część transferów zostanie zaoszczędzona (głównie wśród bardziej zamożnych rodzin) i impuls do zwiększenia konsumpcji będzie wtedy najsilniejszy. Prognozujemy, że dynamika konsumpcji zwiększy się z 2,4% r/r w I kw. 2016 r. do 4,7% w II kw.

W kolejnych kwartałach trwania programu coraz większa część transferów będzie oszczędzana (w naszej ocenie ok. 30%). Jest to spójne z badaniami NBP, zgodnie z którymi w ciągu ostatnich kilku lat stopa oszczędności gospodarstw domowych wykazywała tendencję wzrostową. Ponadto część środków zostanie przeznaczona na spłatę wcześniejszego zadłużenia, a tym samym nie będzie mogła być skonsumowana. W efekcie, pozytywny wpływ programu 500+ na dynamikę konsumpcji w okresie III kw. 2016 r. – I kw. 2017 r. będzie wciąż pozytywny, aczkolwiek wyraźnie mniejszy niż w II kw. 2016 r. Tym samym oczekujemy, że tempo wzrostu spożycia prywatnego w II poł. 2016 r. lekko obniży się, jednak wciąż pozostanie na wysokim poziomie równym ok. 4% r/r.

Oceniając wpływ programu „500 zł na dziecko” na PKB należy jednak również uwzględnić koszty gospodarcze związane z wprowadzeniem innych działań w polityce fiskalnej mającej na celu sfinansowanie tego programu. Wśród propozycji PiS mających na celu sfinansowanie obietnic wyborczych można wymienić podatek od aktywów banków i ubezpieczycieli oraz podatek od obrotów sklepów wielkopowierzchniowych. Oczekujemy, że w reakcji na wprowadzenie podatku właściciele sklepów przynajmniej w części przeniosą koszty tego podatku na klientów, co będzie miało negatywny wpływ na ich konsumpcję. Ze względu na niepewność dotyczącą ostatecznego zakresu sklepów, jakie miałyby objąć ten podatek oraz skalę podwyżek cen detalicznych, wpływ ten jest trudny do oszacowania. Ponadto, spodziewane wprowadzenie podatku od aktywów banków i ubezpieczycieli w 2016 r. spowoduje obniżenie ograniczenie akcji kredytowej oddziałujące w kierunku zmniejszenia dynamiki PKB. Dodatkowo zwiększony popyt konsumpcyjny w 2016 r. zostanie w części zaspokojony przez wyższy import, co spowoduje zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Od II kw. 2017 r. pozytywny efekt oddziaływania programu 500+ na dynamikę konsumpcji wygaśnie, a dodatkowo wysokie efekty bazy z 2016 r. będą oddziaływały w kierunku zmniejszenia tempa wzrostu spożycia prywatnego i dynamiki PKB w 2017 r. W przeciwnym kierunku będzie natomiast oddziaływała

zwiększona absorpcja środków unijnych przyczyniająca się do wzrostu inwestycji ogółem. W 2017 r. nastąpi również zwiększenie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw wspierane przez efekty niskiej bazy z 2016 r.

Oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie 1,1% r/r wobec -0,9% w 2015 r. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do grudnia 2015 r. W I kw. 2016 r. oczekujemy, że inflacja silnie zwiększy się do 1,0% r/r m.in. ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy dla dynamiki cen paliw. W kolejnych kwartałach oczekujemy umiarkowanego wzrostu wskaźnika inflacji CPI do 1,6% w IV kw. 2016 r. Wzrost wskaźnika inflacji w kolejnych kwartałach będzie skutkiem zwiększenia dynamiki wszystkich jej składowych (cen żywności, paliw oraz inflacji bazowej). Czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy jest kształtowanie się cen ropy na światowych rynkach. W 2017 r. inflacja będzie dalej rosła, wspierana przez domykanie się luki popytowej i ukształtuje się na poziomie równym średniorocznie 1,9%. Istotnym czynnikiem ryzyka w górę dla prognozy inflacji w 2017 r. jest możliwość utrzymania stawek podstawowej podatku VAT na obecnym poziomie (patrz wyżej).

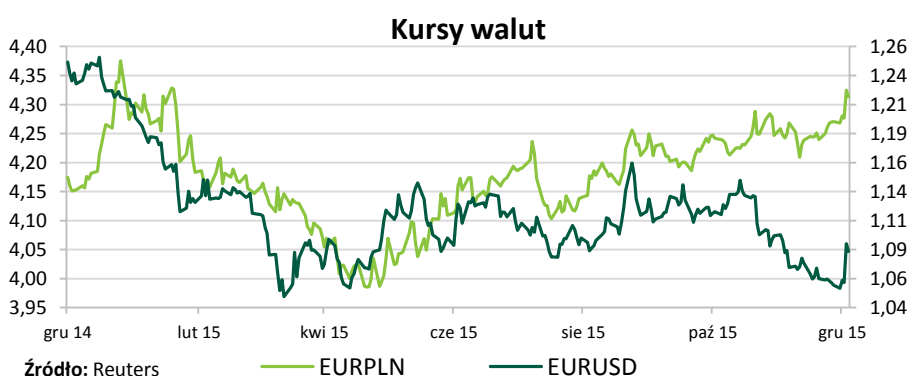
Uważamy, że rynek pracy znajduje się blisko stanu równowagi. Oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie 9,9% na koniec br. i obniży się do 9,6% w 2016 r. i 9,3% w 2017 r. Do spadku bezrobocia przyczynią się zarówno oczekiwany w okresie prognozy dalszy (choć wolniejszy) wzrost inwestycji, jak i strukturalne zmiany na rynku pracy wynikające z wprowadzonych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej reform urzędów pracy. Skala spadku stopy bezrobocia będzie ograniczana przez trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. Oczekujemy, że dynamika zatrudnienia poza rolnictwem będzie się stopniowo obniżać i osiągnie poziom 0,0% r/r w IV kw. 2016 r. i całym 2017 r. Wzrost inflacji i trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników będą oddziaływały w kierunku wzrostu presji płacowej. Zwiększenie wynagrodzeń będzie ograniczane natomiast przez możliwość zwiększenia wymiaru godzinowego pracowników dotychczas zatrudnionych na część etatu, niski stopień uzwiązkowienia w zakładach pracy, gotowość pracodawców do przeniesienia produkcji za granicę, napływ imigrantów oraz migracje powrotne Polaków. W efekcie oczekujemy umiarkowanego zwiększenia nominalnego tempa wzrostu płac z 3,4% w br. do 4,2% w 2016 r. i 5,0% w 2016 r.

Podtrzymujemy ocenę, że zmiana składu RPP na początku przyszłego roku przyczyni się do zmiany funkcji reakcji Rady w kierunku silniejszego wspierania wzrostu gospodarczego. Uważamy, że oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu PKB w IV kw. br. i I kw. 2016 r., modyfikacja reguły fiskalnej oraz odległa perspektywa powrotu inflacji do celu, która zostanie najprawdopodobniej zasygnalizowana w projekcji przygotowanej przez NBP w marcu 2016 r., skłonią członków RPP do przeprowadzenia jednorazowej obniżki stóp procentowych o 50 pb w marcu 2016 r. (z ryzykiem przesunięcia obniżki na lipiec).

Prognozowane przez nas zacieśnianie polityki w USA (oczekujemy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi w grudniu br.), przy jednoczesnym łagodnym nastawieniu RPP będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Skalę deprecjacji polskiej waluty może zwiększać również łagodzenie krajowej polityki fiskalnej w przyszłym roku, które może nasilić obawy inwestorów o ponowne objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu, co będzie oddziaływać w kierunku pogorszenia ratingu Polski (patrz wyżej) i odpływu kapitału portfelowego. Negatywny wpływ rozluźnienia polityki fiskalnej na kurs złotego uwzględniliśmy rewidując istotnie w dół jego poziom w II poł. 2016 r. Czynnikiem ograniczającym deprecjację złotego jest wydłużenie horyzontu programu luzowania ilościowego przez EBC, obniżka stopy depozytowej oraz gotowość EBC do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w przypadku materializacji scenariusza spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro lub opóźnienia powrotu inflacji do celu.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje w krajowej polityce pieniężnej i fiskalnej oraz perspektywy działań EBC i FED oczekujemy, że kurs EURPLN będzie kształtował się w przedziale 4,25-4,30 do września 2016 r. Począwszy od IV kw. 2016 r. oczekujemy umiarkowanego umocnienia polskiej waluty z zasięgiem 4,00 za euro na koniec 2017 r. Będzie to związane z rosnącymi oczekiwaniami rynkowymi na podwyżki stóp procentowych przez RPP. Naszym zdaniem, ze względu na rosnącą inflację i wysokie prawdopodobieństwo jej powrotu do celu w horyzoncie kilku kwartałów, Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w marcu 2017 r. i poniesie stopy procentowe łącznie o 100 pb w 2017 r.

Dane z USA mogą umocnić złotego

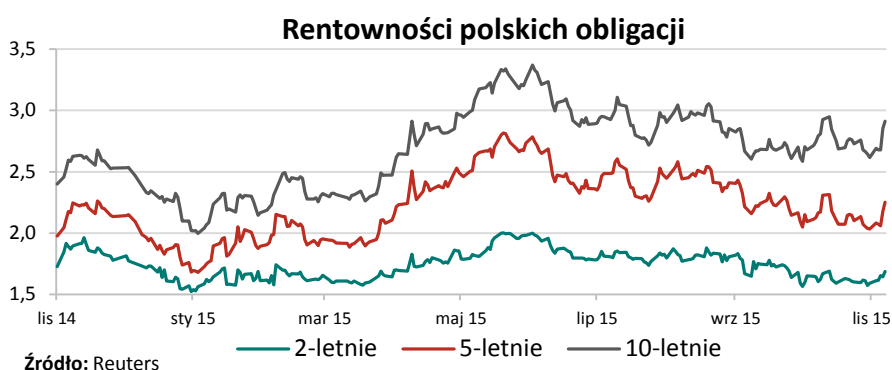


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3135 (osłabienie złotego o 1,0%). W ubiegłym tygodniu zmienność kursu złotego została zdominowana przez czwartkowe posiedzenie EBC. Zgodnie z naszą prognozą, dokonano na nim złagodzenia polityki monetarnej w skali mniejszej od oczekiwań inwestorów, co doprowadziło do silnego osłabienia polskiej waluty i

innych walut rynków wschodzących (w czwartek złoty osłabił się o 1,1% względem euro). W rezultacie w czwartek kurs EURPLN ukształtował się na koniec dnia lekko powyżej 4,31, co jest jego najwyższym poziomem od stycznia br. W piątek rano złoty nieznacznie odrobił straty w wyniku korekty. Po południu znowu zaczął tracić na wartości w reakcji na dobre dane z amerykańskiego rynku pracy, które zwiększyły prawdopodobieństwo realizacji naszego scenariusza, zgodnie z którym w grudniu FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej.

W tym tygodniu, z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny kurs złotego będzie kształtowany w naszej ocenie głównie przez nastroje globalne związane z oczekiwaniami rynku na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez FED. Sumaryczny wpływ piątkowych danych z USA (sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) będzie w naszej ocenie lekko pozytywny dla polskiej waluty. Czwartkowe posiedzenie SNB podobnie jak dane nt. chińskiego bilansu handlowego nie powinny spotkać się ze znaczącą reakcją kursu EURPLN.

Polski rynek długu pod wpływem nastrojów globalnych



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,686 (wzrost o 9pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,251 (wzrost o 22pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,912 (wzrost o 30pb). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze stabilizacją cen polskiego długu w oczekiwaniu na czwartkowe posiedzenie EBC. Skala

złagodzenia polityki monetarnej w strefie euro okazała się mniejsza od oczekiwań inwestorów, co doprowadziło do wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości. W

piątek do południa ceny polskiego długu kontynuowały spadki. Po południu, mimo publikacji dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy, miała miejsce nieznaczna korekta.

W tym tygodniu z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny ceny polskich obligacji kształtowane będą głównie przez nastroje na rynkach globalnych. Sumaryczny wpływ piątkowych, słabszych od oczekiwań rynkowych danych z USA (sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) będzie naszym zdaniem lekko negatywny dla rentowności polskich obligacji. Czwartkowe posiedzenie SNB będzie w naszej ocenie neutralne dla polskiego rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26
Kurs USDPLN*	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	4,08
Kurs CHFPLN*	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,89
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,3	-0,3
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	8,0	8,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-2,0	-2,0
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,1	3,1
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	3,6	3,6
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,4	11,4	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,7	9,7
Saldo ROB (mln EUR)	114	-1011	-228	93	1054	1642	1124	-1602	-1212	-930	-959	-1340		
Eksport (r/r, % EUR)	3,8	9,8	4,4	10,9	14,3	8,5	7,8	10,4	3,5	8,7	4,1	3,4		
Import (r/r, % EUR)	6,5	13,1	-2,1	3,9	8,7	7,8	0,3	9,2	5,8	7,5	5,8	2,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,7	3,3	3,5	3,1	3,0	2,7	2,5	2,7	3,4	2,7	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,3	2,4	4,7	4,1	3,7	3,1	3,7	2,8	
Inwestycje (% r/r)	11,5	6,1	4,6	4,4	2,7	3,3	2,8	2,5	6,0	2,8	6,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,4	4,8	3,9	4,1	2,8	4,4	5,0	5,6	5,3	4,5	4,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,8	4,5	3,1	3,6	3,5	5,9	5,1	5,3	4,5	5,0	4,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	2,8	2,5	1,9	1,8	2,2	1,6
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,1	0,9	1,2	0,4	0,6	1,0	0,7	1,2	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,2	0,4	0,3	-0,2	-0,6	0,0	0,2	0,4	-0,1	-0,1
Saldo obrotów bieżących***	-1,3	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,4	-1,3	-1,4	-0,8	-1,4	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	11,5	10,2	9,7	9,9	10,6	9,6	9,2	9,6	9,9	9,6	9,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,8	1,2	0,7	0,9	0,8	0,5	0,2	0,0	1,2	0,4	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,1	3,0	3,2	3,6	3,8	4,4	5,0	3,4	4,2	5,0	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,7	-0,4	1,0	0,9	1,1	1,6	-0,9	1,1	1,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,73	1,72	1,22	1,22	1,22	1,30	1,72	1,30	2,30	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,00	2,00	
EURPLN**	4,07	4,19	4,25	4,26	4,25	4,30	4,25	4,20	4,26	4,20	4,00	
USDPLN**	3,80	3,76	3,80	4,08	4,09	4,13	4,05	3,96	4,08	3,96	3,57	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.12.2015r.							
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-1,1			0,7
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	15,1			17,0
Wtorek 08.12.2015r.							
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Listopad	61,6	57,2	63,3	
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	
Środa 09.12.2015r.							
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-5,9	-6,1	-5,9	
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	1,3	1,4	1,4	
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	19,4			20,1
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	0,5			0,1
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	0,5			0,3
Czwartek 10.12.2015r.							
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	-0,75			-0,75
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	0,50	0,50	0,50	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	260			270
Piątek 11.12.2015r.							
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,1	-0,1	0,3	
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,3			0,1
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	91,3	91,0	92,0	

* 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