

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej zostanie podniesiony z [0,0%; 0,25%] do [0,25%; 0,50%]. Uzasadnieniem dla podwyżki będzie ocena członków FED, że rynek pracy znajduje się blisko stanu równowagi a prawdopodobieństwo powrotu inflacji do celu w średnim okresie jest wysokie. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie grudniowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że ścieżki inflacji bazowej i bezrobocia zostaną w niej obniżone w porównaniu do wrześniowej projekcji. Z kolei prognozowane tempo wzrostu gospodarczego zostanie naszym zdaniem lekko zrewidowane w górę. Prezes FED, J. Yellen najprawdopodobniej zaznaczy, że tempo dalszego zacieśniania polityki pieniężnej będzie stopniowe. W naszym scenariuszu bazowym w 2016 r. zakładamy trzy podwyżki docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o łącznej skali 75 pb – do poziomu [1,00%; 1,25%] na koniec roku. Podwyżka stóp procentowych przez Rezerwę Federalną na posiedzeniu w tym tygodniu będzie oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **W środę opublikowane zostaną wstępne, grudniowe wskaźniki koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nie zmieni się w porównaniu do listopada i wyniesie 54,2 pkt. Stabilizacja wskaźnika wynika z oczekiwanego, nieznacznego pogorszenia sytuacji w Niemczech oraz jednoczesnej poprawy koniunktury we Francji. W czwartek wtorek poznamy również odczyt indeksu Ifo obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Rynek oczekuje, że wartość indeksu wzrośnie w grudniu do 109,1 pkt. wobec 109,0 pkt. w listopadzie. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, który zgodnie z konsensusem wzrośnie do 15,0 pkt. w grudniu wobec 10,4 pkt. w listopadzie.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa nie zmieniła się w listopadzie wobec spadku o 0,2% w październiku, co związane było z wyższą dynamiką produkcji w przetwórstwie. Trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą utrzymujące się wysokie liczby rozpoczętych budów domów (1151 tys. w listopadzie wobec 1060 tys. w październiku) oraz pozwoleń na budowę (1175 tys. wobec 1161 tys.). Zza oceanu napłyną również mieszane wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik NY Empire State wzrośnie w grudniu do -8,1 pkt. z -10,7 pkt. w listopadzie, z kolei indeks Philadelphia FED spadł w grudniu do 0,5 pkt. z 1,9 pkt. w listopadzie. Oczekujemy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynek finansowy będzie ograniczony, gdyż pozostaną one w cieniu środowego posiedzenia FOMC.
- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 1340 mln EUR w październiku wobec 959 mln EUR we wrześniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 4,1% r/r we wrześniu do 3,4% w październiku, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 5,8% r/r do 2,2%. Jednoczesne obniżenie tempa wzrostu eksportu oraz importu było związane z oddziaływaniem efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że finalny odczyt może zostać zrewidowany nieznacznie w górę wobec -0,5% we wstępnym szacunku i -0,7% we wrześniu. Do wzrostu wskaźnika inflacji przyczyniły się wyższa dynamika cen paliw, żywności oraz inflacja bazowa (0,3% r/r wobec 0,2%). Oczekujemy, że publikacja finalnego odczytu inflacji będzie neutralna dla rynków.
- **W środę poznamy listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w stosunku


do października i wyniosła 1,1% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia, zwiększyła się w listopadzie do 3,6% r/r wobec 3,3% w październiku, co było wynikiem oddziaływania efektów bazy. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- **W czwartek opublikowane zostaną krajowe dane o listopadowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 8,0% r/r w listopadzie wobec 2,4% w październiku, a nominalne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej wzrosło do 3,1% r/r wobec 0,8%. Głównym źródłem wzrostu dynamik produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej było oddziaływanie efektu statystycznego związanego z korzystną różnicą liczby dni roboczych. Uważamy, że zagregowany wpływ wyższych od oczekiwań rynkowych odczytów dynamik produkcji i sprzedaży będzie lekko pozytywny dla złotego i negatywny dla cen krajowego rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowano dane z USA.** Sprzedaż detaliczna zwiększyła się w listopadzie o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,1% w październiku. Wzrost wskaźnika wynikał ze zwiększenia dynamik sprzedaży w większości jej kategorii. Po wyłączeniu samochodów sprzedaż zwiększyła się w listopadzie o 0,4% m/m wobec 0,1% w październiku. W ubiegłym tygodniu opublikowano również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w grudniu do 91,8 pkt. wobec 91,3 pkt. w listopadzie. Wzrost wskaźnika wynikał ze zwiększenia składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał nieznaczny spadek składowej dla oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki wskazują tym samym na poprawę nastrojów konsumenckich w IV kw. br. i są zgodne z naszym scenariuszem podwyżki stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu FED.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Saldo chińskiego bilansu handlu zagranicznego zmniejszyło się w listopadzie do 54,1 mld USD wobec 61,6 mld USD w październiku. Zmniejszenie nadwyżki bilansu handlowego miało miejsce przy jednoczesnym silnym wzroście dynamiki importu (-8,7% r/r w listopadzie wobec -18,8% w październiku) oraz nieznacznym spadku dynamiki eksportu (-6,8% wobec -6,9% w październiku). Struktura danych wskazuje tym samym na poprawę popytu wewnętrznego, co stoi w sprzeczności z listopadowym indeksem Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa (por. MAKROmapa z 6.12.2015). Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w listopadzie do 6,2% r/r wobec 5,6% w październiku, a dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 11,4% wobec 11,2%. Z kolei tempo wzrostu inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniło się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosło 10,2% r/r. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu chińskiego PKB w IV kw. zmniejszy się do 6,8% wobec 6,9% w III kw., a w całym 2015 r. spadnie do 6,8% wobec 7,3% w 2014 r.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem PKB w strefie euro zwiększył się w III kw. o 0,3% kw/kw wobec wzrostu o 0,4% w II kw.** Zmniejszenie kwartalnej dynamiki wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty wynikało z niższego wkładu eksportu netto (-0,3 pp. w III kw. wobec 0,4 pp. w II kw.). W przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa kontrybucja zapasów (0,2 pp. w III kw. wobec -0,2 pp. w II kw.) i spożycia ogółem (0,4 pp. wobec 0,2 pp.). Wkład inwestycji nie zmienił się w porównaniu do II kw. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro nie zmieni się w IV kw. w stosunku do III kw. i wyniesie 0,4%, a w całym 2015 r. PKB zwiększy się o 1,5% wobec wzrostu o 0,9% w 2014 r.
- **Produkcja przemysłowa w Niemczech zwiększyła się w październiku o 0,2% m/m wobec spadku o 1,1% we wrześniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,7%).** Wzrost miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej wynikał z wyższego tempa wzrostu produkcji w

przetwórstwie i budownictwie, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała niższa dynamika produkcji w energetyce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego nadwyżka zwiększyła się w październiku do 20,75 mld EUR wobec 19,25 mld EUR we wrześniu. Poprawa salda miała miejsce przy jednoczesnym obniżeniu dynamiki eksportu (-1,2% m/m w październiku wobec 2,6% we wrześniu) i importu (-3,4% m/m w październiku wobec 3,8% we wrześniu). Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Niemczech zwiększy się w IV kw. o 0,5% wobec 0,4% w III kw., a w całym 2015 r. tempo wzrostu PKB nie zmieni się w stosunku do 2014 r. i wyniesie 1,6%.

 **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie przedstawiona została ocena, zgodnie z którą frank szwajcarski jest dalej znacząco przewartościowany mimo jego nieznacznej deprecjacji odnotowanej od kwietnia br. Znalazła się w nim również informacja, iż SNB w swojej polityce monetarnej uwzględni kurs franka szwajcarskiego oraz jego wpływ na sytuację gospodarczą w kraju. Dlatego też, zgodnie z komunikatem, w przypadku zaistnienia potrzeby SNB pozostanie aktywny na rynku walutowym. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Podobnie jak we wrześniowej projekcji inflacja osiągnie nieujemną wartość w I kw. 2017 r. Nieznacznie w dół, z uwagi na pogorszenie perspektyw wzrostu w światowej gospodarce, zrewidowana została prognoza inflacji w 2017 r., która zgodnie z grudniową projekcją wyniesie 0,3% wobec 0,4% we wrześniowej projekcji. Utrzymana została natomiast prognoza tempa wzrostu PKB, według której w całym 2015 r. wyniesie ono średniorocznie ok. 1,0%. SNB prognozuje, że w 2016 r. zwiększy się ono do ok. 1,5%, co wynikać będzie z wyższego wkładu eksportu netto. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (patrz poniżej), oczekujemy, że kurs CHFPLN wyniesie 3,78 na koniec IV kw. 2016 r.

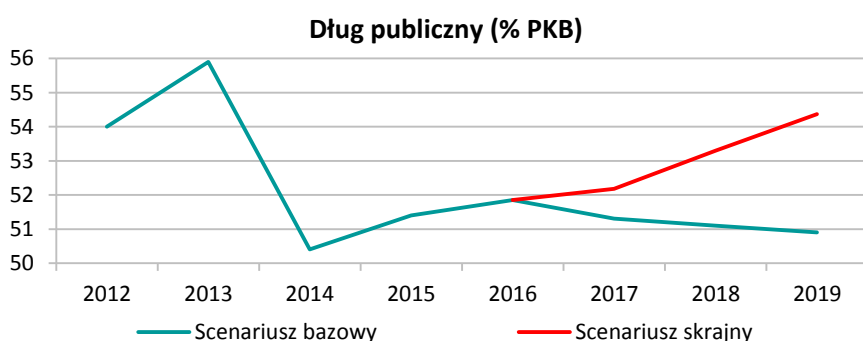
Polityka fiskalna 2016-2019: stąpając po cienkim lodzie

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). Zaproponowana przed dwoma tygodniami modyfikacja formuły reguły fiskalnej pozwoli na zwiększenie limitu wydatków o 5,5 mld zł w 2016 r. w porównaniu do poziomu wynikającego z pierwotnej wersji stabilizującej reguły wydatkowej. Dodatkowo wydatki w 2016 r. będą mogły być powiększone o wpłatę z tytułu aukcji na rezerwację częstotliwości LTE. Naszym zdaniem stabilizująca reguła finansowa nie będzie już jednak głównym mechanizmem dyscyplinującym politykę fiskalną w Polsce w najbliższych latach. Zdaniem ministra finansów P. Szałamachy, osiągnięcie deficytu strukturalnego równego 1,0% PKB w 2019 r. jest celem zbyt ambitnym. W naszej ocenie wcześniejsze wypowiedzi wicepremiera M. Morawieckiego i 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. W analizie przeprowadziliśmy symulację kształtowania się długu publicznego w relacji do PKB w latach 2016-2019, przy założeniu, że deficyt sektora będzie kształtowany na poziomie równym 3,0% PKB do końca kadencji obecnego rządu.

	Scenariusz bazowy					Scenariusz skrajny				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
Deficyt*		3,0	3,0	3,0	3,0		3,0	3,1	3,4	3,6
Dług publiczny*	51,4	51,9	51,3	51,1	50,9	51,4	51,9	52,2	53,3	54,4
Realny wzrost PKB	3,4	3,1	3,3	3,0	3,0	3,4	3,1	3	2,0	1,5
Nominalny wzrost PKB	3,7	4,4	5,3	5,6	5,6	3,7	4,4	5,2	5,1	4,7
Kurs EURPLN**	4,35	4,20	4,00	3,90	3,80	4,35	4,20	4,20	4,30	4,30

* jako % PKB, **koniec roku, Źródło: Credit Agricole

Jako punkt startowy dla symulacji ścieżki długu w relacji do PKB przyjęliśmy najnowszą prognozę Komisji Europejskiej (51,4% na koniec 2015 r.). Struktura długu (66,3% to zadłużenie krajowe, 33,7% – zagraniczne) została przyjęta zgodnie ze stanem faktycznym na koniec września br. Analogicznie, podobne założenie zostało przyjęte dla struktury walutowej zadłużenia zagranicznego – 73% stanowią zobowiązania w euro, 18% w dolarze, 4% we franku szwajcarskim oraz 5% w innych walutach). Dodatkowo zakładamy, że w kolejnych latach finansowanie potrzeb pożyczkowych netto będzie w coraz większym stopniu realizowane w złotych (udział finansowania krajowego wzrośnie z 60% w 2015 r. do 70% w 2019 r.). Będzie to spójne z zapowiedzianym przez P. Szałamachę planem zmniejszania udziału zadłużenia zagranicznego w długu publicznym.



Źródło: Komisja Europejska, Credit Agricole

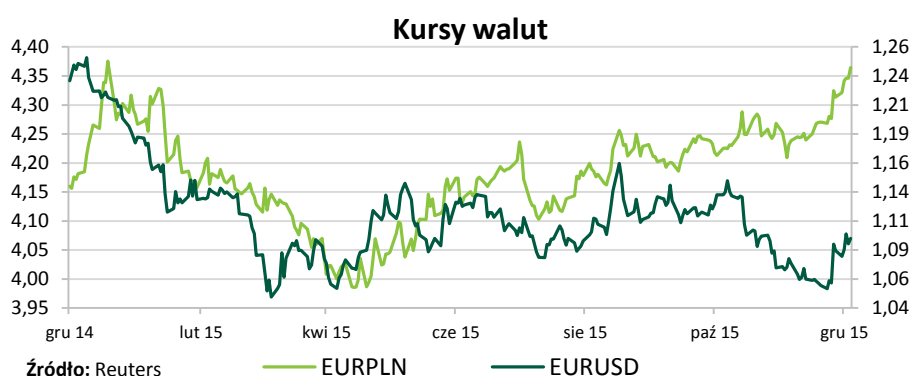
Założenia makroekonomiczne na lata 2016-2017 w scenariuszu bazowym są zgodne z naszą prognozą kwartalną. W latach 2018-2019 przewidujemy utrzymywanie się realnego tempa wzrostu PKB na poziomie 3,0%, co przełoży się na nominalny wzrost PKB w wysokości 5,6% oraz kontynuację aprecjacji złotego względem euro (zmniejszenie się kursu EURPLN do 3,80 na koniec 2019 r.). Zgodnie z przyjętymi założeniami, w scenariuszu bazowym dług publiczny w relacji do PKB wzrośnie z 51,4% w br. do 51,9% w 2016 r. W kolejnych latach jego poziom będzie się stopniowo zmniejszał, osiągając 50,9% na koniec 2019 r. Spadek długu w relacji do PKB jest częściowo efektem przyspieszenia nominalnego wzrostu PKB. W dominującym stopniu wynika on jednak z zakładanego przez nas umocnienia złotego oddziałującego w kierunku zmniejszenia zadłużenia zagranicznego po przeliczeniu go na złote. Zgodnie z naszymi założeniami, efektywny nominalny kurs złotego, przeważony strukturą walutową zadłużenia zagranicznego zwiększy się bowiem o 15,9% w latach 2015-2019. W przypadku materializacji założeń makroekonomicznych przyjętych przez nas w scenariuszu bazowym, polityka fiskalna polegająca na utrzymywaniu deficytu sektora finansów publicznych równego 3,0% PKB nie stanowiłaby zatem ryzyka dla stabilności finansów publicznych w średnim okresie. Nie doprowadzi ona jednak do znaczącego zmniejszenia długu publicznego w relacji do PKB, które dawałoby Polsce margines bezpieczeństwa dla finansów publicznych w przypadku znaczącego, kilkuletniego pogorszenia koniunktury.

Opracowaliśmy również skrajny scenariusz dla kształtowania się długu publicznego w relacji do PKB, w którym założyliśmy wystąpienie zewnętrznego, negatywnego szoku popytowego. Takim szokiem mogłoby być np. wyraźne spowolnienie na rynkach wschodzących powodujące pogorszenie koniunktury w strefie euro. W efekcie, ścieżka krajowego, realnego wzrostu PKB w scenariuszu stresowym ukształtowałaby się poniżej tej zarysowanej w scenariuszu bazowym (spadek dynamiki z 3,1% w 2016 r. do 1,5% w 2019 r., patrz tabela powyżej). Reakcją banku centralnego na spowolnienie wzrostu gospodarczego byłoby złagodzenie polityki pieniężnej, które przyczyniłoby się do osłabienia kursu

złotego. Według badań NBP, 10% spadek kursu złotego powoduje wzrost inflacji o 0,6 pkt. proc. (efekt *pass-through*). W efekcie doszłoby również do wzrostu inflacji, co ograniczyłoby spowolnienie nominalnego wzrostu PKB. Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej, w reakcji na zwiększenie krajowej luki popytowej o 1 pkt. proc. deficyt sektora w relacji do PKB w zwiększa się w Polsce o 0,4 pkt. proc. (semi-elastyczność deficytu sektora względem PKB). Oznacza to, że zakładane przez nas spowolnienie realnego wzrostu gospodarczego przyczyniłoby się do podniesienia ścieżki deficytu w porównaniu do tej zakładanej w scenariuszu bazowym (wzrost deficytu sektora finansów publicznych z 3,0% PKB w 2016 r. do 3,6% w 2019 r.). Zarysowane powyżej czynniki spowodowałyby zwiększenie się długu publicznego do 54,4% PKB w 2019 r.

W naszej ocenie istnieje niezaniebnywalne ryzyko dla realizacji założeń makroekonomicznych przedstawionych przez nas w scenariuszu bazowym, w szczególności ryzyko w dół dla ścieżki PKB i nominalnego efektywnego kursu złotego. Materializacja tego ryzyka oznaczałaby, że będziemy mieć do czynienia z przekroczeniem granicy 3,0% PKB przez deficyt sektora. Skutkowałoby to ponownym objęciem Polski procedurą nadmiernego deficytu, jak również oznaczałoby zwiększone prawdopodobieństwo wstrzymania wypłat środków unijnych. Uważamy tym samym, że realizacja polityki fiskalnej polegającej na utrzymywaniu deficytu budżetowego jedynie nieznacznie poniżej granicy 3,0% PKB, ze względu na możliwość pogorszenia się warunków makroekonomicznych, jest scenariuszem stąpienia po cienkim lodzie w finansach publicznych. Oczekujemy, że taki pogląd znajdzie odzwierciedlenie w ocenie agencji ratingowych, w szczególności S&P i Moody's (por. MAKROmapa z 7.12.2015). Mogą one obniżyć perspektywę ratingu Polski, co oddziaływałoby w kierunku osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej dochodowości.

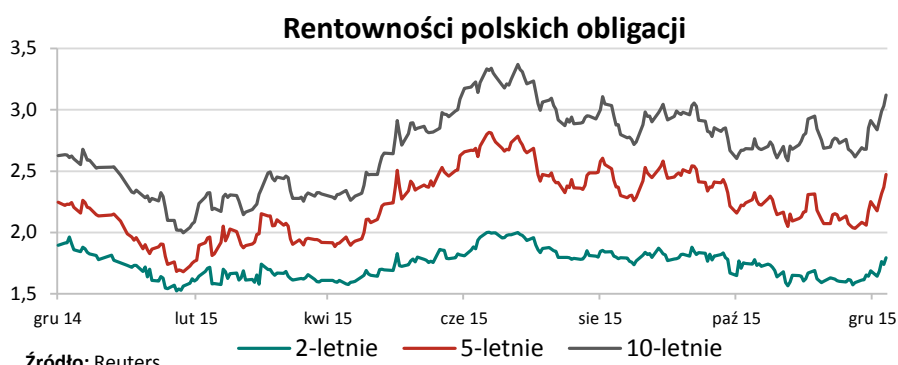
Podwyżka stóp procentowych w USA może osłabić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3644 (osłabienie złotego o 1,2%). Przez cały ubiegły tydzień złoty tracił na wartości wraz z innymi walutami rynków wschodzących. W kierunku ich deprecjacji oddziaływały słabe dane nt. chińskiego bilansu handlowego, a także spadek cen ropy naftowej. Niższe ceny ropy oddziałują w kierunku spadku inflacji, nasilając

oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej w gospodarkach rynków wschodzących, w tym Polski. W efekcie kurs EURPLN osiągnął w piątek po południu maksimum lokalne i przekroczył granicę 4,36, kształtując się na najwyższym poziomie od grudnia 2014 r.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kursu złotego będzie śródowe posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że FED rozpocznie na nim cykl zacieśniania polityki monetarnej, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia złotego. Pozostałe dane z pierwszej części tygodnia (bilans płatniczy, inflacja, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce, indeks NY Empire State, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, produkcja przemysłowa w USA) pozostaną w naszej ocenie w cieniu śródowej decyzji FED i nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku. W czwartek poznamy dane nt. krajowej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Uważamy, że okażą się one wyższe od oczekiwań rynku, co będzie pozytywne dla złotego. Czwartkowe indeksy Ifo oraz Philadelphia FED będą neutralne dla złotego.


Decyzja FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,795 (wzrost o 11pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,473 (wzrost o 22pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,122 (wzrost o 21pb). Przez przeważającą część ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej

dochodowości. Naszym zdaniem był on związany ze wzrostem ryzyka politycznego w Polsce, co znalazło odzwierciedlenie w zwiększeniu spreadu pomiędzy benchmarkowymi polskimi a benchmarkowymi niemieckimi i amerykańskimi obligacjami. Dodatkowe wsparcie dla takiej oceny stanowi wzrost spreadu pomiędzy rentownościami 5-letnich polskich obligacji i stawką 5-letniej transakcji IRS, odzwierciedlający zwiększenie ryzyka kredytowego w Polsce. W czwartek miała miejsce aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 6- i 11-letnich terminach zapadalności odkupując jednocześnie obligacje zapadające w 2016 r. Popyt na sprzedawane obligacje wyniósł 7,53 mld zł przy podaży równej 6,69 mld zł. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą dochodowości.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie śródowe posiedzenie FOMC, na którym najprawdopodobniej rozpoczęty zostanie cykl zacieśniania polityki monetarnej. W przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego podwyżkę stóp procentowych oczekujemy wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości. Pozostałe dane z pierwszej części tygodnia (bilans płatniczy, inflacja, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce, indeks NY Empire State, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, produkcja przemysłowa w USA) pozostaną naszym zdaniem w cieniu decyzji FED. Czwartkowe krajowe dane (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna), które w naszej ocenie okażą się wyższe od konsensusu rynkowego, mogą oddziaływać w kierunku dalszego wzrostu rentowności polskich obligacji. Czwartkowe indeksy Ifo oraz Philadelphia FED będą miały w naszej ocenie ograniczony wpływ na rynek.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kw 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	4,33
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	3,97
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	4,01
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	4,33	4,25	4,30	4,25	4,20	4,33	4,20	4,00	
USDPLN**	3,80	3,76	3,80	3,97	4,09	4,17	4,17	4,08	3,97	4,08	3,64	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 14.12.2015r.						
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Październik	-959	-1340	-591
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	9,2	9,1	9,2
Wtorek 15.12.2015r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	10,4		15,0
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	-0,7	-0,3	-0,5
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	-10,7	-8,1	-6,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,2	0,0	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,2	0,1	0,2
Środa 16.12.2015r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	52,9		53,0
9:58	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	54,2		54,1
9:58	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	52,8		52,8
9:58	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	54,2		54,2
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,1		0,1
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Listopad	0,3	0,3	0,3
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	3,3	3,6	3,8
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	1,1	1,1	1,2
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1060	1151	1140
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1161	1175	1150
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	-0,2	0,0	-0,1
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Listopad	77,5	77,4	77,5
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	0,25	0,50	0,50
Czwartek 17.12.2015r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	109,0		109,1
14:00	Polska	<i>Minutes z posiedzenia RPP</i>	Grudzień			
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	0,8	3,1	2,1
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-2,3	-2,0	-2,0
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	2,4	8,0	5,6
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	1,9	0,5	1,9

* 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

Krzysztof JAWORSKI
 Ekonomista
 tel.: 22 573 18 41

krzysztof.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.