

## W najbliższych dwóch tygodniach

- **W ciągu najbliższych dwóch tygodni poznamy ważne dane z USA.** We wtorek zostanie opublikowany finalny szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w dół do 1,9% wobec 2,1% w drugim szacunku ze względu na niższą kontrybucję zapasów. Ponadto w środę opublikowane zostaną wstępne listopadowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zmniejszyły się one o 0,5% m/m wobec wzrostu o 2,9% w październiku. W kierunku spadku dynamiki zamówień oddziaływał efekt wysokiej, październikowej bazy dla zamówień w przemyśle lotniczym. W tym tygodniu poznamy również dane z rynku nieruchomości. W naszej ocenie sprzedaż nowych domów zwiększyła się do 505 tys. w listopadzie z 495 tys. w październiku, a sprzedaż domów na rynku wtórnym spadła do 5,27 mln z 5,36 mln w listopadzie. Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (wzrost do 95,0 pkt. wobec 90,4 pkt. w listopadzie), podobnie jak zrewidowany w górę finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (92,5 pkt. wobec 91,3 pkt. w listopadzie), będą odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych w grudniu. Zagregowany wpływ publikacji danych z USA będzie naszym zdaniem neutralny dla kursu złotego i cen długu.
- **Pierwszego stycznia poznamy odczyt oficjalnego indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI zwiększył się nieznacznie do 49,9 pkt. w grudniu z 49,6 pkt. w listopadzie, co było efektem łagodzenia polityki fiskalnej i pieniężnej w Chinach w ostatnich miesiącach.
- **W tym tygodniu poznamy listę kandydatów do Rady Polityki Pieniężnej zgłoszonych przez Prawo i Sprawiedliwość, którzy zostaną wybrani przez Sejm (dwóch członków) i Senat (trzech członków).** Ogłoszenie nazwisk kandydatów może mieć wpływ na oczekiwania rynku dotyczące kształtu polityki pieniężnej realizowanej przez RPP w 2016 r. i może spowodować wzrost zmienności kursu złotego oraz rentowności obligacji. Do zwiększenia zmienności na rynkach może się również przyczynić parlamentarna debata na temat zmian w funkcjonowaniu Trybunału Konstytucyjnego.
- **W niedzielę w Hiszpanii odbyły się wybory parlamentarne.** Zgodnie z wynikami po przeliczeniu 99% głosów w wyborach zwyciężyła rządząca dotychczas Partia Ludowa uzyskując 28,72% głosów i 123 mandatów w 350-osobowym parlamencie. Utraciła ona jednak bezwzględną większość głosów. W hiszpańskim parlamencie znajdują się również m.in. partie: Hiszpańska Socjalistyczna Partia Robotnicza – PSOE (22,01% głosów i 90 mandatów), Podemos (20,66%, 69) oraz Ciudadanos (13,93%, 40) Partia Ludową jest partią pravicową, partie PSOE oraz Podemos partiami lewicowymi, z kolei partia Ciudadanos liberalną. Zwycięska partia będzie miała zatem problem ze sformowaniem większościowego rządu. Wyniki wskazujące na silne rozdrobnienie hiszpańskiego parlamentu sygnalizują wzrost ryzyka politycznego w Hiszpanii i mogą oddziaływać w kierunku osłabienia euro względem dolara.





## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED podniósł docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej z [0,0%; 0,25%] do [0,25%; 0,50%]. Na konferencji po posiedzeniu opublikowana została również grudniowa projekcja makroekonomiczna FOMC (patrz poniżej).
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w listopadzie do -0,6% wobec -0,4% w październiku. Spadek wskaźnika był spowodowany obniżeniem miesięcznych dynamik produkcji w przetwórstwie oraz kategorii „dostawa mediów”. W przeciwnym kierunku

oddziaływało wyższe miesięczne tempo wzrostu produkcji w górnictwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy produkcyjnych zmniejszyło się w listopadzie do 77,0% wobec 77,5% w październiku. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dobre dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę zwiększyła się w listopadzie do 1289 tys. wobec 1161 tys. w październiku, a liczba rozpoczętych budów wzrosła w listopadzie do 1173 tys. wobec 1062 tys. w październiku. W ubiegłym tygodniu opublikowano również mieszane wyniki badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zwiększył się w grudniu do -4,6 pkt. wobec -10,7 pkt. w listopadzie, z kolei indeks Philadelphia FED zmniejszył się w grudniu do -5,9 pkt. wobec 1,9 pkt. w listopadzie. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększy się w IV kw. do 2,0% wobec 1,9% w III kw., a w całym 2015 r. PKB wzrośnie o 2,5% wobec 2,4% w 2015 r.

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne grudniowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się w grudniu do 54,0 pkt. wobec 54,2 pkt. w listopadzie. Spadek indeksu wynikał z niższych wartości wskaźników w Niemczech (54,9 pkt. w grudniu wobec 55,2 pkt. w listopadzie) oraz we Francji (50,3 pkt. wobec 51,0 pkt.). Na zmniejszenie indeksu w Niemczech złożyły się zarówno obniżenie aktywności w sektorze usług jak i spadek składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Pogorszenie koniunktury we Francji wynikało z niższej aktywności w sektorze usług, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa składowa dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W pozostałych krajach strefy euro uwzględnionych w badaniu odnotowano poprawę koniunktury. W IV kw. zagregowany indeks PMI dla strefy euro zwiększył się nieznacznie do 54,1 pkt. wobec 53,9 pkt. w III kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w IV kw. wyniesie 0,4% wobec 0,3% w III kw., a w całym 2015 r. PKB zwiększy się o 1,5% wobec wzrostu o 0,9% w 2014 r.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w grudniu do 16,1 pkt. wobec 10,4 pkt. w listopadzie.** Zgodnie z treścią komunikatu poprawa nastrojów nastąpiła mimo kryzysu imigracyjnego oraz negatywnego wpływu spowolnienia na rynkach wschodzących na niemiecką gospodarkę. Ankietowani oceniają, iż łączny wpływ tych wydarzeń na niemiecką gospodarkę będzie nieznaczny. Niewielki spadek odnotował natomiast indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego, który wyniósł w grudniu 108,7 pkt. wobec 109,0 pkt. w listopadzie. Zmniejszenie indeksu wynikało z obniżenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji podczas gdy składowa dla oczekiwań nie zmieniła się w stosunku do listopada. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w 3 z 4 działów (budownictwie oraz handlu hurtowym i detalicznym). Nieznaczna poprawa koniunktury miała miejsce w przetwórstwie. Prognozujemy, że kwartalna dynamika niemieckiego PKB zwiększy się w IV kw. do 0,4% wobec 0,3% w III kw., a w całym 2015 r. tempo wzrostu gospodarczego zmniejszy się do 1,5% wobec 1,6% w 2014 r.
- **Produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła o 7,8% r/r w listopadzie wobec 2,4% w październiku.** Głównymi przyczynami zwiększenia dynamiki produkcji pomiędzy październikiem a listopadem były korzystna różnica w liczbie dni roboczych oraz przyspieszenie realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych z perspektywy 2007-2013, które muszą zostać rozliczone do końca br. (por. MAKROpuls z 17.12.2015). Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w listopadzie o 1,2% r/r wobec spadku o 5,2% w październiku. Zwiększenie dynamiki produkcji budowlano-montażowej, podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, wynikało przede wszystkim z korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz przyspieszenia realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast efekt wysokiej bazy sprzed roku związany z wyborami samorządowymi. Listopadowe dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej

stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki PKB w IV kw. (3,1% r/r wobec 3,5% w III kw.).

-  **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce wzrosła w listopadzie o 3,3% r/r wobec 0,8% w październiku.** Głównym źródłem wyższego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej było silne zwiększenie jej dynamiki w kategorii "sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach". W kierunku wzrostu dynamiki sprzedaży detalicznej pomiędzy październikiem a listopadem oddziaływały również efekty niskiej bazy w kategoriach "pojazdy samochodowe, motocykle, części" oraz "pozostałe" związane z ubiegłorocznym rozkładem dni świątecznych (por. MAKROpuls z 17.12.2015). Dane o sprzedaży detalicznej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą konsumpcja prywatna w IV kw. zwiększy się o 3,3% r/r wobec 3,1% w III kw.
-  **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w listopadzie do -0,6% r/r wobec -0,7% w październiku.** Do wzrostu inflacji (o 0,2 pp.) przyczyniła się wyższa dynamika cen paliw, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek dynamiki cen żywności, który obniżył inflację o 0,1 pp. (por. MAKROpuls z 15.12.2015). Wzrost inflacji ograniczany był również przez niższą inflację bazową, która zmniejszyła się w listopadzie do 0,2% r/r wobec 0,3%. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do grudnia br., a w I kw. 2016 r. roczne tempo wzrostu cen zwiększy się do 1,0% r/r. W naszej ocenie kontynuacja wzrostu wskaźnika inflacji w najbliższych miesiącach będzie skutkiem zwiększenia dynamiki cen żywności oraz cen paliw, wynikającego w znacznym stopniu z efektów niskiej bazy z 2015 r. Główny czynnik ryzyka w dół dla naszej prognozy inflacji w 2016 r. stanowi utrzymujący się spadek cen ropy naftowej na światowych rynkach.
-  **Deficyt na rachunku obrotów bieżących w Polsce zmniejszył się w październiku do 113 mln EUR wobec 959 mln EUR we wrześniu.** Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących wynikała z wyższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów pierwotnych (odpowiednio o 846 mln EUR, 396 mln EUR oraz 207 mln EUR wyższe niż we wrześniu). W przeciwnym kierunku oddziaływało niższe saldo dochodów wtórnych (o 128 mln EUR niższe niż we wrześniu). Dynamika eksportu spadła w październiku do 3,0% r/r wobec 4,1% we wrześniu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się do -2,8% r/r w październiku wobec 5,8% we wrześniu. Główną przyczyną zmniejszenia dynamik eksportu i importu pomiędzy wrześniem a październikiem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Dane stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2015 r. relacja salda na rachunku obrotów bieżących do PKB nie zmieni się w stosunku do 2014 r. i wyniesie -0,8%.
-  **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w listopadzie do 4,0% r/r wobec 3,3% w październiku.** Uważamy, że w kierunku przyspieszenia tempa wzrostu płac oddziaływał efekt niskiej bazy sprzed roku w niektórych działach przetwórstwa. Dodatkowo wzrost wynagrodzeń mógł być wspierany przez przesunięcia wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w górnictwie (por. MAKROpuls z 16.12.2015). Roczna dynamika zatrudnienia zwiększyła się w listopadzie do 1,2% wobec 1,1% w październiku. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w listopadzie 5,8% r/r wobec 5,2% w październiku i 5,3% w III kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy konsumpcji w IV kw. (3,3% wobec 3,1% w III kw.).

## Normalizacja polityki pieniężnej FED umocni dolara

W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej został podniesiony z [0,0%; 0,25%] do [0,25%; 0,50%]. Opublikowane zostały także grudniowe projekcje makroekonomiczne członków FED. W porównaniu do wrześniowej projekcji prognoza tempa wzrostu gospodarczego w 2016 r. zwiększyła się do 2,4% wobec 2,3%. Ścieżka dynamiki PKB w latach 2017-2018 pozostała niezmienną. Zgodnie z grudniową projekcją stopa bezrobocia w latach 2016-2018 ustabilizuje się na poziomie ok. 4,7%. (o 0,1

pkt. proc. niżej niż w projekcji wrześniowej). FED utrzymał jednocześnie oszacowanie naturalnej stopy bezrobocia na poziomie 4,9%. Nieznacznie zrewidowana w dół (o 0,1 pkt. proc.) została ścieżka inflacji bazowej w latach 2015-2016, co wynika z uwzględnienia negatywnego wpływu umocnienia dolara na ceny dóbr importowanych. Podobnie jak we wrześniowej projekcji, cel inflacyjny zostanie osiągnięty w 2018 r.

Prezes FED, J. Yellen, uzasadniając decyzję o podwyżce stóp procentowych zaznaczyła, że długotrwałe utrzymywanie stóp procentowych na poziomie bliskim zeru może prowadzić do narastania nierównowag w gospodarce. Brak wyprzedzającej reakcji banku centralnego mógłby oznaczać później konieczność znaczącego i gwałtownego zacieśniania polityki pieniężnej w celu przeciwdziałania tym nierównowagom, co miałyby negatywny wpływ na sytuację gospodarczą. Dodała ona również, że poprzez stopniowe podnoszenie stóp procentowych, FED tworzy sobie pole do manewru w konwencjonalnej polityce pieniężnej na wypadek wystąpienia negatywnych szoków gospodarczych w przyszłości.

Grudniowa projekcja makroekonomiczna członków FED					
Wskaźnik	2015	2016	2017	2018	Długi okres
<b>Wysokość stóp procentowych</b>					
Projekcja grudniowa	0,4%	1,4%	2,4%	3,3%	3,50%
Projekcja wrześniowa	0,4%	1,4%	2,6%	3,4%	3,50%
Prognoza Credit Agricole	[0,50 - 0,75%]	[1,00 - 1,25%]	2,25%	3,25%	3,25%
<b>Zmiana realnego PKB</b>					
Projekcja grudniowa	2,1%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%
Projekcja wrześniowa	2,1%	2,3%	2,2%	2,0%	2,0%
Prognoza Credit Agricole	2,1%	2,5%	2,2%		2,0%
<b>Stopa bezrobocia - średnia z 4 kw.</b>					
Projekcja grudniowa	5,0%	4,7%	4,7%	4,7%	4,9%
Projekcja wrześniowa	5,0%	4,8%	4,8%	4,8%	4,9%
Prognoza Credit Agricole	5,0%	4,6%	4,5%		4,8%
<b>Inflacja bazowa</b>					
Projekcja grudniowa	1,3%	1,6%	1,9%	2,0%	
Projekcja wrześniowa	1,4%	1,7%	1,9%	2,0%	
Prognoza Credit Agricole	1,3%	1,7%	1,9%		

**Źródło:** Rezerwa Federalna, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji bazowej PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji. Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw. Prognozy stóp procentowych dotyczą końca danego roku. Prognozy stanowią medianę indywidualnych prognoz członków FOMC.

Z tekstu komunikatu usunięta została dotychczasowa formuła *forward guidance*: „Rezerwa przewiduje, że odpowiednim terminem pierwszej podwyżki stóp procentowych będzie moment, w którym zaobserwuje ona dalszą poprawę na rynku pracy oraz będzie przekonana, że inflacja powróci do celu na poziomie 2% w średnim okresie”. W jej miejsce pojawiła się nowa informacja mówiąca, że polityka FED wciąż pozostanie łagodna po rozpoczętym w ubiegłym tygodniu cyklu normalizowania polityki pieniężnej, a na decyzje o skali i czasie kolejnych podwyżek stóp procentowych będzie wpływała ocena bieżącej i oczekiwanej sytuacji gospodarczej w USA. Zdaniem członków FOMC sytuacja makroekonomiczna będzie zmieniała się w takim tempie, które będzie wymagało jedynie łagodnego zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach.

W świetle powyższych informacji pewnym zaskoczeniem jest zaprezentowana w grudniowej projekcji mediana oczekiwań członków FED dotyczących poziomu stopy procentowej na koniec 2016 r., która pozostała niezmienną w porównaniu do wrześniowej projekcji (1,375%). Takie oczekiwania członków FED są spójne z podwyżkami stóp procentowych o łącznej skali równej 100 pb w 2016 r. Zapowiedź prowadzenia łagodnej polityki pieniężnej potwierdza natomiast obniżenie ścieżki oczekiwanego poziomu stóp procentowych (mediana prognoz członków FED) o 20 pb w 2017 r. i 10 pb w 2016 r.

Naszym zdaniem, zanim FED zdecyduje się na kontynuację cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, będzie chciał w najbliższych miesiącach ocenić wpływ dokonanej w ubiegłym tygodniu podwyżki stóp procentowych na sytuację gospodarczą w USA. Uważamy jednak, że dalsza poprawa na amerykańskim rynku pracy, oddziałująca w kierunku wzrostu dynamiki płać i inflacji, będzie stanowiła silny argument na rzecz kontynuacji cyklu normalizowania polityki pieniężnej. Dodatkowo negatywny wpływ spadku cen paliw oraz aprecjacji dolara na inflację będzie stopniowo wygasał. W rezultacie, w naszym scenariuszu bazowym w 2016 r. zakładamy trzy podwyżki (w II, III i IV kw.) docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o łącznej skali 75 pb – do poziomu [1,00%; 1,25%] na koniec roku.

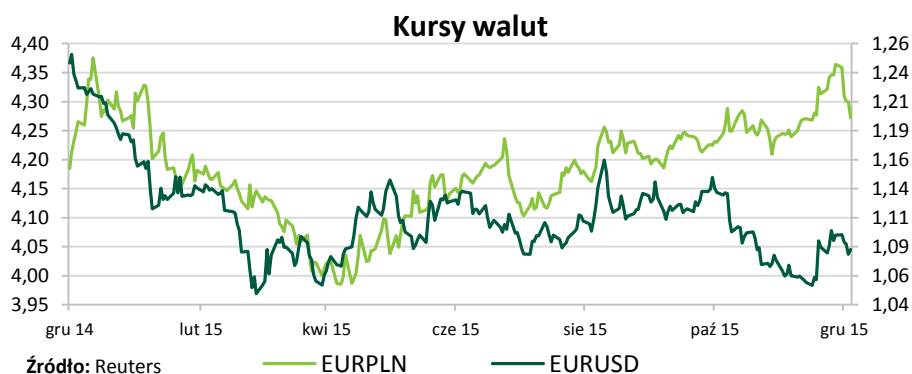


Źródło: Bloomberg

to, że w przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego bardziej jastrzębią politykę FED może dojść do silniejszego od oczekiwań rynkowych umocnienia dolara względem euro (realizacja transakcji typu *carry trade*) i złotego (odpływ kapitału portfelowego). Taki scenariusz jest spójny z naszą kwartalną prognozą zakładającą spadek kursu EURUSD do 1,03 na koniec 2016 r. i wzrost USDPLN do 4,17 w analogicznym okresie.

Obecnie nasze oczekiwania dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych FED kształtują się nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych, który przewiduje zacieśnienie polityki monetarnej o 50 pb w 2016 r. Jednocześnie oczekujemy, że EBC i RPP będą odznaczały się łagodną polityką monetarną w przyszłym roku (por. MAKROmapa z 07.12.2015). Oznacza

## Święta w cieniu ryzyka politycznego w Polsce



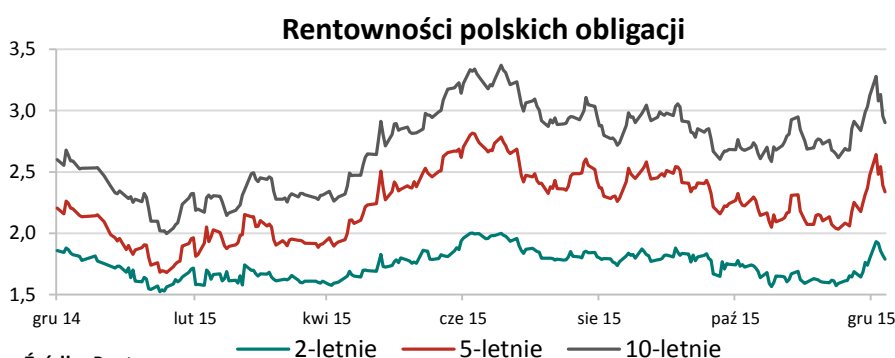
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2722 (umocnienie złotego o 2,2%).** Złoty podobnie jak inne waluty rynków wschodzących przez cały ubiegły tydzień znajdował się w trendzie aprecjacyjnym. Na początku tygodnia aprecjację złotego wspierała publikacja wyraźnie lepszych od oczekiwań danych nt. produkcji przemysłowej w Chinach.

W środę w kierunku umocnienia złotego oddziaływały również nieznacznie słabsze od konsensusu wyniki badań koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek. Pozytywna dla złotego była

również zapowiedź FED, iż dalsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA będzie stopniowe (patrz wyżej).

Przez najbliższe dwa tygodnie, z uwagi na okres świąteczny oczekujemy mniejszej płynności na rynku walutowym. Najważniejszymi odczytami dla kształtowania jego kursu będą dane z USA (finalny PKB, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, zamówienia na dobra trwałego użytku, wskaźnik ufności konsumenckiej oraz finalny odczyt Uniwersytetu Michigan). Uważamy jednak, że ich sumaryczny wpływ na kurs złotego będzie ograniczony. Dane nt. koniunktury w chińskim przetwórstwie opublikowane zostaną w piątek 1 stycznia (dzień wolny od pracy), dlatego będą one w naszej ocenie neutralne dla złotego. Czynnikiem, który może oddziaływać w kierunku osłabienia złotego może być ewentualny wzrost ryzyka politycznego w Polsce w wyniku przyjęcia ustawy o zmianie funkcjonowania Trybunału Konstytucyjnego. Wpływ na kurs może mieć również ogłoszenie listy kandydatów do Rady Polityki Pieniężnej, którzy zostaną wybrani przez Sejm i Senat (patrz wyżej).

## Świąteczna atmosfera na polskim rynku długu



**W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,788 (spadek o 1pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,338 (spadek o 14pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,901 (spadek o 22pb). W poniedziałek ceny polskiego długu kontynuowały spadki sprzed dwóch tygodni związane ze wzrostem ryzyka politycznego w Polsce. We wtorek po**

południu rentowności polskich obligacji zaczęły się obniżać i utrzymały się w trendzie malejącym do końca tygodnia. Naszym zdaniem wzrost cen polskiego długu wynikał z czynników krajowych. Wsparcie dla takiej oceny stanowi zmniejszenie spreadu pomiędzy benchmarkowymi polskimi a benchmarkowymi niemieckimi i amerykańskimi obligacjami przy jednoczesnym obniżeniu spreadu pomiędzy rentownościami 5-letnich polskich obligacji i stawką 5-letniej transakcji IRS. Pomimo śródowej decyzji FED o podwyższeniu stóp procentowych zapowiedź, iż dalsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA będzie łagodne doprowadziła do spadku rentowności polskich obligacji na czwartkowym otwarciu.

Przez najbliższe dwa tygodnie, z uwagi na okres świąteczny oczekujemy istotnego spadku obrotów na polskim rynku długu i stabilizacji cen obligacji. Sumaryczny wpływ licznych danych z amerykańskiej gospodarki (finalny PKB, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, zamówienia na dobra trwałego użytku, wskaźnik ufności konsumenckiej oraz finalny odczyt Uniwersytetu Michigan) będzie w naszej ocenie neutralny dla rentowności polskiego długu. Czynnikiem, który może oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej dochodowości może być ewentualny wzrost ryzyka politycznego w Polsce w wyniku przyjęcia ustawy o zmianie funkcjonowania Trybunału Konstytucyjnego. Z kolei wpływ na rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej może mieć ogłoszenie listy kandydatów do Rady Polityki Pieniężnej, którzy zostaną wybrani przez Sejm i Senat (patrz wyżej).

## 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	3,94
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	3,96
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	-0,5	
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	0,2	
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	7,8	
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	-1,8	
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	3,3	
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	4,0	
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	1,2	
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	-113		
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	3,0		
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	-2,8		

\* 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	3,94	4,09	4,17	4,17	4,08	3,94	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**
<b>Poniedziałek 21.12.2015r.</b>						
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	-6,0		-5,9
<b>Wtorek 22.12.2015r.</b>						
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	2,1	1,9	1,9
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	5,36	5,27	5,37
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Grudzień	-3,0		
<b>Środa 23.12.2015r.</b>						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	2,9	-0,5	-0,6
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,1	0,3	0,3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Listopad	495	505	505
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	91,8	92,5	92,0
<b>Czwartek 24.12.2015r.</b>						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	271		
<b>Wtorek 29.12.2015r.</b>						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Październik	0,6		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	90,4	95,0	93,0
<b>Środa 30.12.2015r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	5,3		5,4
<b>Czwartek 31.12.2015r.</b>						
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Grudzień	48,7		
<b>Piątek 01.01.2016r.</b>						
2:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Grudzień	49,6		49,9

\* 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