

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dobre dane z realnej sfery gospodarki oraz wypowiedzi niektórych członków FED oczekujemy, że FOMC podniesie w tym tygodniu docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25 pb do [0,50%; 0,75%]. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie grudniowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że prognozowane ścieżki tempa wzrostu gospodarczego i inflacji w latach 2017-2018 zostaną w niej podniesione w porównaniu do wrześniowej projekcji. Z kolei ścieżka stopy bezrobocia zostanie zrewidowana w dół w porównaniu do wrześniowej projekcji. Przedstawione powyżej zmiany w projekcji makroekonomicznej będą częściowo związane ze zmianą oczekiwań członków FOMC dotyczących polityki fiskalnej w USA wynikającą ze zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich. Projekcja najprawdopodobniej wskaże również, że preferowana przez członków FED skala zacieśniania polityki pieniężnej w 2017 r. to 50 pb (bez zmian w porównaniu do wrześniowej projekcji), a w 2018 r. to 100 pb (wobec 75 pb we wrześniowej projekcji FOMC). W naszej ocenie przewidywana przez członków FED wysokość stóp procentowych w długim okresie zostanie obniżona (do poziomu 2,75% wobec 2,875% we wrześniowej projekcji). Nasz scenariusz zakładający podwyżkę stóp procentowych w USA o 25 pb USA w tym tygodniu jest zgodny z konsensusem rynkowym, jednak podczas konferencji po posiedzeniu FOMC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach. Publikacja grudniowej projekcji makroekonomicznej FOMC (wskazującej na obniżenie poziomu stóp procentowych w długim okresie) może przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego i spadku rentowności obligacji na długim końcu krzywej dochodowości.
- **W czwartek opublikowane zostaną grudniowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro wzrósł do 54,0 pkt. w grudniu wobec 53,9 pkt. w listopadzie. Zwiększenie wartości wskaźnika nastąpiło przy przyspieszeniu tempa wzrostu aktywności gospodarczej we Francji oraz jego lekkiego spowolnienia w Niemczech. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Rynek oczekuje, że jego wartość zwiększy się do 14,0 pkt. w grudniu wobec 13,8 pkt. w listopadzie. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w listopadzie do -0,3% m/m wobec 0,0% w październiku, co będzie spójne z odnotowanym w listopadzie spadkiem zatrudnienia w przetwórstwie. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w listopadzie o 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,8% w październiku ze względu na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Trwałość ożywienia na rynku nieruchomości w USA potwierdzą wysokie na tle ostatnich lat wartości liczby pozwoleń na budowę domów (1226 tys. w listopadzie wobec 1260 tys. w październiku) oraz liczby rozpoczętych budów domów (1191 tys. wobec 1323 tys.). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem indeks Philadelphia FED wzrósł w grudniu do 9,0 pkt. z 7,6 pkt. w listopadzie, a wskaźnik NY Empire State najprawdopodobniej zwiększył się do 4,5 pkt. z 1,5 pkt. w listopadzie. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek poznamy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Oczekujemy, że dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 8,3% r/r. Prognozujemy natomiast przyspieszenie produkcji przemysłowej (z 6,1% r/r w październiku do 6,2% w listopadzie) oraz sprzedaży detalicznej (z 10,0% r/r do 10,3%) Listopadowe dane z chińskiej gospodarki będą w naszej ocenie neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.

- **W środę poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 1203 mln EUR wobec 999 mln EUR we wrześniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się w październiku do -2,8% r/r wobec 1,5% we wrześniu, a dynamika importu wzrosła do 3,4% r/r wobec 3,2%. W kierunku zmniejszenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W przypadku importu został on skompensowany przez efekt niskiej bazy sprzed roku. Materializacja naszej prognozy, zakładającej znacząco niższe od konsensusu (-820 mln EUR) saldo obrotów na rachunku bieżącym, będzie oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia kursu złotego.
- **W piątek opublikowane zostaną listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że tempo wzrostu zatrudnienia zmniejszyło się do 3,0% r/r z 3,1% w październiku. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w listopadzie do 3,8% r/r wobec 3,6% w październiku. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw potwierdzi silne ożywienie na rynku pracy. Dane te będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną finalne dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że finalne dane będą zgodne z wstępnym szacunkiem (0,0% r/r wobec -0,2% w październiku). Naszym zdaniem do wzrostu inflacji w listopadzie przyczyniła się głównie wyższa dynamika cen żywności oraz wyższa inflacja bazowa (-0,1% r/r wobec -0,2% w październiku). Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne oraz scenariusz polityki pieniężnej (patrz poniżej).** Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2016 r. wyniesie 2,5% r/r (2,9% przed rewizją), w 2017 r. będzie równe 3,0% (poprzednio 3,5%), a w 2018 r. wzrośnie do 3,2%. Dłuższy okres prowadzenia łagodnej polityki pieniężnej przez EBC (patrz niżej) skłonił nas do odsunięcia w czasie prognozowanej przez nas pierwszej podwyżki stóp procentowych przez RPP. Uważamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na niezmiennym poziomie do czerwca 2018 r. Naszym zdaniem, ze względu na inflację kształtującą się blisko celu oraz umiarkowanie silne tempo wzrostu gospodarczego Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w czerwcu 2018 r. i podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2018 r.

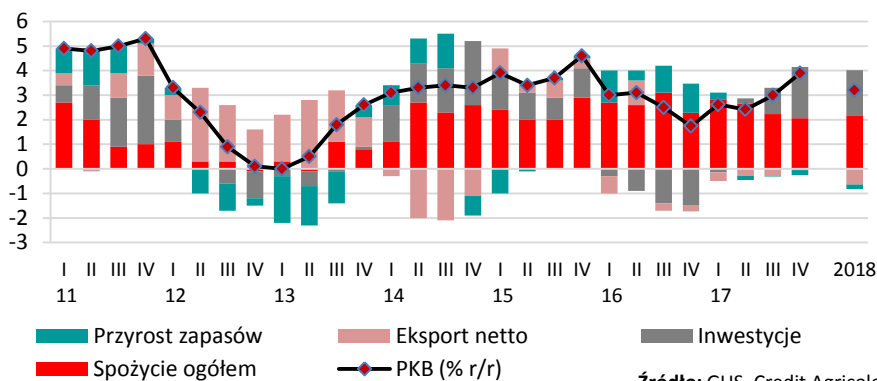
W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie EBC.** EBC ogłosił, iż od kwietnia 2017 r. zmniejszy on skalę prowadzonego przez siebie rozszerzonego programu skupu aktywów z 80 mld EUR miesięcznie do 60 mld EUR miesięcznie. Zapowiedział on również wydłużenie programu przynajmniej o 9 miesięcy do grudnia 2017 r. W komunikacie zostało jednocześnie podkreślone, że EBC jest gotów zwiększyć skalę lub długość skupu w sytuacji, gdy perspektywy gospodarcze ulegną pogorszeniu. Od stycznia 2017 r. złagodzone zostaną także parametry programu, który dopuszczać będzie skup aktywów o zapadalności powyżej 1 roku (obecnie są to aktywa powyżej 2 lat) oraz rentownościach poniżej stopy depozytowej EBC (obecnie -0,40%). Na konferencji przedstawione zostały również wyniki grudniowej projekcji ekonomicznej. EBC prognozuje, że inflacja w strefie euro w 2016 r. wyniesie 0,1% (0,2% we wrześniowej projekcji), 1,3% w 2017 r. (1,2%), 1,5% w 2018 r. (1,6%) oraz 1,7% w 2019 r. Prognozy PKB nie zostały znacząco zmienione w porównaniu do wrześniowej projekcji. Decyzja EBC o wydłużeniu rozszerzonego programu skupu aktywów skłoniła nas do rewizji naszego scenariusza polityki monetarnej w Polsce (patrz niżej).
- **Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Tonacja komunikatu po posiedzeniu Rady nie uległa zasadniczym zmianom w porównaniu z komunikatem listopadowym. RPP podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i

prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. W ocenie Rady odnotowane w III kw. br. spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce (2,5% r/r wobec 3,1% w I kw.) jest związane głównie ze spadkiem inwestycji, spowodowanym przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE (por. MAKROpuls z 7.12.2016). Podczas konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński podtrzymał ocenę przedstawioną po listopadowym posiedzeniu, zgodnie z którą z dużym prawdopodobieństwem stopy procentowe utrzymają się na niezmiennym poziomie w całym 2017 r. Podkreślił on jednak, że Rada postępuje zgodnie z zasadą "wait-and-see", co oznacza możliwość dostosowania parametrów polityki pieniężnej w przyszłym roku. Wypowiedzi A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego scenariusza perspektyw krajowej polityki pieniężnej, zgodnie z którym NBP rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w 2018 r. (podwyżki stóp łącznie o 50 pb - patrz poniżej).

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane nt. koniunktury w USA.** Indeks ISM poza przetwórstwem zwiększył się w listopadzie do 57,2 pkt. wobec 54,8 pkt. w październiku. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości 3 z 4 jego składowych (zatrudnienie, aktywność biznesowa oraz czas dostaw). Przeciwny efekt miał spadek składowej dla nowych zamówień. W ubiegłym tygodniu opublikowano również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w grudniu do 98,0 pkt. wobec 93,8 pkt. w listopadzie, kształtując się na najwyższym poziomie od stycznia 2015 r. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. wyniesie 2,3%. Tym samym dynamika amerykańskiego PKB w II poł. br. ukształtuje się powyżej poziomu potencjalnego, wspierając nasz scenariusz przewidujący zaostrzenie przez FED polityki monetarnej na śródowym posiedzeniu FOMC.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro w III kw. nie zmieniła się w stosunku do II kw. i wyniosła 0,3%.** W kierunku wzrostu dynamiki PKB oddziaływały wyższe wkłady zapasów (0,11 pp. w III kw. wobec -0,18 pp. w II kw.), spożycia prywatnego (0,17 pp. wobec 0,13 pp.) oraz spożycia publicznego (0,10 pp. wobec 0,08 pp.) podczas gdy przeciwny efekt miały niższe kontrybucje inwestycji (0,03 pp. wobec 0,23 pp.) oraz eksportu netto (-0,7 pp. wobec 0,04 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w strefie euro w III kw. było spożycie prywatne. Prognozujemy, że w całym 2016 r. dynamika PKB w strefie euro nie zmieni się w stosunku do 2015 r. i wyniesie 1,6%.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka handlu zagranicznego zmniejszyła się w październiku do 18,4 mld EUR wobec 21,1 mld EUR we wrześniu. Zwiększyły się natomiast dynamiki eksportu (0,5% m/m w październiku wobec -1,2% we wrześniu) oraz importu (1,4% m/m wobec -0,7%). Wzrost odnotowała miesięczna dynamika produkcji przemysłowej, która w październiku wyniosła 0,3% wobec -1,6% we wrześniu. Jej zwiększenie wynikało z wyższego tempa wzrostu produkcji we wszystkich działach (przetwórstwo, energetyka i budownictwo). Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB w IV kw. zwiększy się do 0,4% kw/kw wobec 0,2% w III kw. br.
- **Nadwyżka chińskiego bilansu handlowego zmniejszyła się w listopadzie do 44,6 mld USD wobec 49,1 mld USD w październiku.** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się o 0,1% r/r w listopadzie wobec -7,7% w październiku, a dynamika importu wzrosła do 6,7% r/r wobec -7,5% (najwyższy poziom od września 2014 r.). Dane wskazują tym samym na silne ożywienie chińskiego popytu wewnętrznego w listopadzie. Ubiegłotygodniowe dane 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%”.

Prognozy na lata 2016-2018



(poprzednio 3,5%), a w 2018 r. wzrośnie do 3,2%.

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). Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2016 r. wyniesie 2,5% r/r (2,9% przed rewizją), w 2017 r. będzie równe 3,0%

Obniżenie prognozowanego przez nas tempa wzrostu PKB w 2016 r. jest częściowo związane z niekorzystną strukturą wzrostu gospodarczego w III kw. br., wskazującą na wyraźne pogłębienie spadku inwestycji (por. MAKROpuls z 31.10.2016). W IV kw. oczekujemy tylko nieznacznej odbudowy inwestycji przedsiębiorstw i nakładów publicznych. Jednocześnie będziemy najprawdopodobniej mieli do czynienia z wyraźnym zwiększeniem dynamiki inwestycji gospodarstw domowych wynikającym z przyspieszenia decyzji o zakupie mieszkania (w związku z wymogiem wyższego wkładu własnego przy zakupie mieszkania finansowanym kredytem od początku 2017 r.). Roczna dynamika nakładów inwestycyjnych ogółem w IV kw. ukształtuje się jednak nadal na wyraźnie ujemnym poziomie. Oczekujemy, że w IV kw. utrzyma się wysokie tempo wzrostu konsumpcji wspierane przez dobrą sytuację na rynku pracy i wypłaty z programu Rodzina 500+. Jednakże ze względu na niższą wagę spożycia prywatnego w PKB w IV kw. względem III kw., wkład konsumpcji do wzrostu PKB zmniejszy się. W rezultacie uważamy, że tempo wzrostu gospodarczego obniży się do 1,7% r/r w IV kw. wobec 2,5% w III kw.

W 2017 r. będziemy mieli do czynienia z coraz większą absorpcją środków unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej. W efekcie, w warunkach utrzymującego się wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie można oczekiwać zwiększenia dynamiki nakładów inwestycyjnych firm. Jednocześnie stopniowo będą uruchamiane kolejne projekty inwestycyjne finansowane z budżetów jednostek samorządów terytorialnych, budżetu centralnego oraz przedsiębiorstw publicznych. Ze względu na długi okres przygotowawczy (wynikający z konieczności opracowania projektu, wydania decyzji środowiskowych i pozwolenia na budowę) uważamy, że szczyt dynamiki inwestycji ogółem przypadnie na przełom lat 2017-2018. Wysoki popyt inwestycyjny przyczyni się naszym zdaniem do znaczącego wzrostu dynamiki importu w II poł. 2017 r.

W 2017 r. spodziewamy się stabilizacji tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro. Zmianie ulegnie jednak jego struktura (przyspieszenie eksportu), oddziałując w kierunku zwiększenia popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych eksportowanych do krajów poza strefą euro. Rosnąca dynamika polskiego eksportu będzie zatem ograniczać spadek wkładu eksportu netto związanego z silnym przyspieszeniem importu.

Na przełomie II i III kw. 2017 r. wygaśnie pozytywny wpływ oddziaływania programu Rodzina 500+ na dynamikę konsumpcji, co będzie czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu PKB. W 2018 r. przewidujemy przyspieszenie wzrostu gospodarczego przede wszystkim ze względu na dalsze zwiększenie dynamiki inwestycji, zarówno publicznych, jak i przedsiębiorstw, związane ze spiętrzeniem projektów finansowanych z wykorzystaniem środków unijnych.

Wstrzymanie wprowadzenia podatku handlowego oddziałuje w kierunku obniżenia inflacji w najbliższych kwartałach w porównaniu do ścieżki przedstawionej w naszej wrześniowej prognozie. Ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy dla dynamiki cen paliw i nośników energii (obniżka cen prądu i gazu w styczniu br.) inflacja silnie zwiększy się do 1,5% r/r w I kw. 2017 r. wobec 0,0% w IV kw. br. W kolejnych kwartałach 2017 r. oczekujemy relatywnej stabilizacji inflacji w przedziale 1,3-1,7% (średniorocznie 1,5%). Z jednej strony domykanie się luki popytowej będzie oddziaływało w kierunku dalszego wzrostu inflacji bazowej. Z drugiej strony stopniowo wygasające efekty niskiej bazy dla cen paliw będą ograniczać wzrost wskaźnika CPI. W I poł. 2017 r. w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływało również zwiększenie dynamiki cen żywności związane z kontynuacją wzrostowej fazy cyklu na rynku wieprzowiny oraz mleka. W 2018 r. oczekujemy stopniowego powrotu inflacji do celu wspieranego przez ożywienie popytu krajowego. Prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu cen w 2018 r. wyniesie 2,3%. Istotnym czynnikiem ryzyka w horyzoncie prognozy jest kształtowanie się cen ropy na światowym rynku.

Prognozujemy, że na koniec 2016 r. relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB wyniesie -0,6%. Naszym zdaniem, w 2017 r. odnotujemy zwiększenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (1,0%), do czego przyczyni się m.in. wzrost cen ropy oraz silniejszy popyt wewnętrzny wynikający z przyspieszenia inwestycji ogółem. W 2018 r. oczekujemy kontynuacji tych tendencji i w rezultacie prognozujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrośnie do 1,5% PKB.

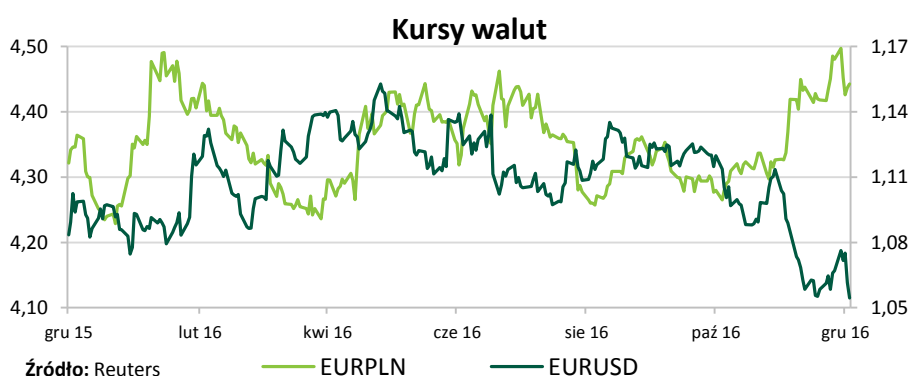
Uważamy, że rynek pracy znajduje się blisko stanu równowagi. Oczekujemy, że dynamika zatrudnienia poza rolnictwem będzie się stopniowo obniżać i w IV kw. 2017 r. osiągnie poziom 0,1% r/r. Prognozujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie 8,1% na koniec 2017 r. wobec 8,3% w grudniu br. Oczekujemy stopniowego wyhamowania poprawy sytuacji na rynku pracy. Skala spadku stopy bezrobocia będzie ograniczana przez trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników oraz spadek inwestycji w 2016 r. i I kw. 2017 r. W efekcie, stopa bezrobocia koniec 2018r. ukształtuje się na takim samym poziomie jak na koniec 2017 r. Wzrost inflacji i trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników będą oddziaływały w kierunku wzrostu presji płacowej w całym horyzoncie prognozy. Będzie ona jednak ograniczana przez możliwość zwiększenia wymiaru godzinowego pracowników dotychczas zatrudnionych na część etatu, niski stopień uzwiązkowienia w sektorze prywatnym, gotowość pracodawców do przeniesienia produkcji za granicę, napływ imigrantów (szczególnie Ukraińców) oraz migracje powrotne Polaków. W efekcie oczekujemy umiarkowanego zwiększenia nominalnego tempa wzrostu płac z 4,0% w br. do 4,5% w 2017 r. i 4,8% w 2018 r.

Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. W ubiegłym tygodniu EBC podjął decyzję o kontynuacji rozszerzonego programu skupu aktywów do co najmniej końca 2017 r. (patrz powyżej). Taki scenariusz nie był zgodny z naszymi przewidywaniami – oczekiwaliśmy wydłużenia programu tylko do września 2017 r. Dłuższy okres prowadzenia łagodnej polityki pieniężnej przez EBC skłonił nas do odsunięcia w czasie prognozowanej przez nas pierwszej podwyżki stóp procentowych przez RPP. Zacieśnianie polityki pieniężnej w warunkach kontynuowania skupu aktywów przez EBC doprowadziłoby bowiem do silnego umocnienia kursu złotego, co miałoby negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce. Oczekujemy, że program skupu aktywów zostanie najprawdopodobniej stopniowo wygaszony (tzw. *tapering*) do końca II kw. 2018 r. Tym samym uważamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na niezmiennym poziomie do czerwca 2018 r. Naszym zdaniem, ze względu na inflację kształtującą się blisko celu oraz oczekiwane przez nas umiarkowanie silne tempo wzrostu gospodarczego Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w czerwcu 2018 r. i podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2018 r. Nasza prognoza jest spójna z wypowiedziami prezesa NBP na konferencji po grudniowym posiedzeniu RPP. W

ocenie A. Glapińskiego z dużym prawdopodobieństwem stopy procentowe utrzymają się na niezmiennym poziomie w całym 2017 r.

Podtrzymujemy naszą prognozę kursu EURPLN. W 2017 r. oczekujemy stopniowego spadku kursu EURPLN do 4,18 na koniec roku. Skalę aprecjacji złotego będą ograniczały: łagodna krajowa polityka pieniężna, relatywnie niskie tempo wzrostu gospodarczego w I poł. roku, obniżenie wieku emerytalnego w Polsce wraz z jego potencjalnie negatywnym wpływem na długoterminowy rating Polski, stopniowa normalizacja stóp procentowych przez FED oraz podwyższona globalna awersja do ryzyka związana z niepewnością dotyczącą przyszłej polityki gospodarczej jaką będzie prowadził D. Trump. W 2018 r. oczekujemy dalszego umiarkowanego umocnienia polskiej waluty z zasięgiem 4,07 za euro na koniec 2018 r., co będzie związane z rosnącymi oczekiwaniami rynkowymi na podwyżki stóp procentowych przez RPP.

Złoty może się umocnić po posiedzeniu FOMC



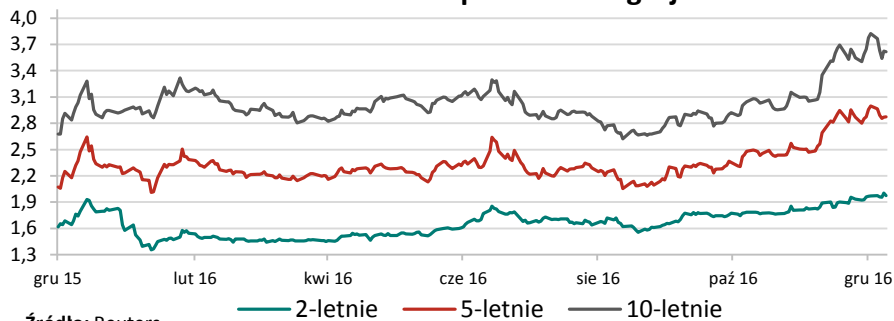
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4430 (umocnienie złotego o 0,9%). W poniedziałek złoty nieznacznie tracił na wartości, co związane było ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka wynikającym ze zwiększenia ryzyka politycznego we Włoszech po publikacji wyników referendum (por. MAKROmapa z 5.12.2016). Od wtorku do czwartku złoty umacniał

się wraz z innymi walutami regionu, czemu sprzyjał spadek awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX, a także oczekiwania na czwartkowe posiedzenie EBC. W czwartek podczas publikacji komunikatu po posiedzeniu EBC oraz konferencji prasowej mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty. W piątek kurs złotego był stabilny czemu sprzyjał ubogi kalendarz makroekonomiczny.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie środowe posiedzenie FOMC. Nasz scenariusz zakładający podwyżkę stóp procentowych w USA o 25 pb USA w tym tygodniu jest zgodny z oczekiwaniami rynku, jednak podczas konferencji po posiedzeniu FOMC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego. Publikacja grudniowej projekcji makroekonomicznej FOMC (wskazującej na obniżenie poziomu stóp procentowych w długim okresie) może przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego. Liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, a także indeksy NY Empire State oraz Philadelphia FED) pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC. Czwartkowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Ograniczony wpływ na kurs złotego będą najprawdopodobniej miały również krajowe dane o inflacji oraz zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw. Lekko negatywne dla złotego mogą być natomiast dane o polskim bilansie płatniczym.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu

Rentowności polskich obligacji



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich nie zmieniły się wobec poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,973, obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,873 (spadek o 13pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 3,618 (spadek o 21pb). W poniedziałek na otwarciu rentowności polskich obligacji były

wyższe niż na piątkowym zamknięciu z uwagi na wzrost ryzyka politycznego we Włoszech. Niemniej jednak w dalszej części tygodnia ceny polskiego długu rosły, co w naszej ocenie związane było w znacznym stopniu z oczekiwaniami rynku na czwartkowe posiedzenie EBC. Od wtorku spadkowi rentowności polskich obligacji sprzyjało również zmniejszenie światowej awersji do ryzyka odzwierciedlane obniżeniem indeksu VIX. W czwartek mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością cen polskiego długu podczas publikacji komunikatu po posiedzeniu EBC oraz konferencji prasowej. W piątek rentowności polskich obligacji były stabilne, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń ekonomicznych.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środowe posiedzenie FOMC. Jednocześnie w pierwszej części tygodnia można oczekiwać niższej aktywności inwestorów na polskim rynku długu w oczekiwaniu na decyzję FOMC. Publikacja grudniowej projekcji makroekonomicznej FOMC (wskazującej na obniżenie poziomu stóp procentowych w długim okresie) może przyczynić się do lekkiego spadku rentowności obligacji na długim końcu krzywej dochodowości. Efekt ten zmaterializuje się dopiero w czwartek rano, po otwarciu polskiego rynku długu. Liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, a także indeksy NY Empire State oraz Philadelphia FED) pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i ich wpływ na rentowności polskich obligacji będzie ograniczony. Neutralne dla polskiego długu będą również czwartkowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach oraz krajowe dane o inflacji, bilansie płatniczym, a także zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw.

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	4,20
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	4,08
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				2016	2017	2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,0	3,1	2,5	1,7	2,6	2,4	3,0	3,9	2,5	3,0	3,2	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	3,3	3,9	3,9	3,6	3,6	2,9	2,8	3,6	3,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	-2,2	-5,0	-7,7	-5,4	-1,0	1,3	6,1	8,2	-5,3	4,8	10,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,7	11,4	6,8	4,5	6,7	9,1	11,8	11,7	7,3	9,9	7,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	10,0	7,8	5,4	8,0	10,7	13,0	13,1	7,9	11,2	9,0	
Wkład do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,3	1,9	2,3	2,1	1,7	1,4	2,1	1,9	1,7
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,9	-1,4	-1,5	-0,1	0,2	1,1	2,1	-1,0	0,9	1,8
	Eksport netto (pp.)	-0,7	1,0	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-0,8	-0,6	-0,7	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-0,6	-1,0	-1,5	
Stopa bezrobocia (%)**	9,9	8,7	8,3	8,3	8,8	7,9	7,8	8,1	8,3	8,1	8,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,2	2,3	1,5	1,3	0,6	0,4	0,2	0,1	1,8	0,3	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,3	4,1	4,4	4,5	4,6	4,6	4,5	4,0	4,5	4,8	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,0	1,5	1,7	1,3	1,6	-0,6	1,5	2,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	2,23	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,24	4,38	4,29	4,45	4,35	4,33	4,23	4,18	4,45	4,18	4,07	
USDPLN**	3,73	3,94	3,82	4,20	4,07	4,12	4,03	3,87	4,20	3,87	3,51	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 12.12.2016r.						
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	-0,2	0,0	0,0
Wtorek 13.12.2016r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	10,0	10,3	10,1
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	6,1	6,2	6,1
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	8,3	8,3	8,3
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	13,8		14,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Listopad	-0,2	-0,1	-0,1
Środa 14.12.2016r.						
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Październik	-999	-1203	-820
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	8,7	8,5	8,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,8	0,5	0,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	0,0	-0,3	-0,1
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	0,50	0,75	0,75
Czwartek 15.12.2016r.						
8:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	-0,75		
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	54,3	54,6	54,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	53,8	53,7	53,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	53,7	53,8	53,8
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	53,9	54,0	54,0
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	0,25	0,25	0,25
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	1,5	4,5	3,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,4	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,1	0,2	0,2
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	7,6	9,0	9,0
Piątek 16.12.2016r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,6	0,6	0,6
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	3,1	3,0	3,0
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	3,6	3,8	3,9
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1323	1191	1230
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1260	1226	1240

* 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.