W najbliższych dwóch tygodniach

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie dzisiejsza publikacja danych o listopadowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w listopadzie do 0,0% r/r wobec -1,3% w październiku, a tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyło się do 4,5% r/r wobec 3,7% w październiku. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamik obu wskaźników był efekt korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz publikacja tych danych będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W najbliższych dwóch tygodniach poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W czwartek opublikowane zostaną wstępne listopadowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zmniejszyły się one o 5,1% m/m wobec wzrostu o 4,6% w październiku, co wynikało z mniejszej liczby zamówień w firmie Boeing. W czwartek zostanie opublikowany również finalny szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostało zrewidowane w górę do 3,4% wobec 3,2% w drugim szacunku. ze względu na wyższe wkłady zapasów i konsumpcji. W tym tygodniu poznamy również dane dotyczące rynku nieruchomości. Uważamy, że sprzedaż nowych domów wzrosła o 574 tys. w listopadzie wobec 563 tys. w październiku, a sprzedaż domów na rynku wtórnym o 5,51 mln wobec 5,60 mln. Zza oceanu napłyną ponadto dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan zostanie zrewidowany lekko w dół do 97,8 pkt. wobec 98,0 pkt. we wstępnym odczycie i 93,8 pkt. w listopadzie. Z kolei indeks zaufania konsumentów Conference Board obniży się do 106,3 pkt. po odnotowanym w listopadzie lokalnym maksimum (107,1 pkt.). Uważamy, że publikacje danych z USA nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Oczekujemy, że podobnie jak zagregowany wskaźnik PMI dla Niemiec (patrz poniżej), wartość indeksu zmniejszy się do 109,9 pkt. w grudniu z 110,4 pkt. w listopadzie. Publikacja indeksu będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W piątek doszło do zablokowania mównicy sejmowej przez posłów opozycji, protestujących przeciwko planowanym zmianom dotyczącym pracy dziennikarzy w Sejmie.** Następstwem protestu było uchwalenie ustawy budżetowej poza plenarną salą posiedzeń, co w ocenie przedstawicieli opozycji było niezgodne z prawem. Obecnie trudno jest przewidzieć, jak długo potrwa obecny kryzys parlamentarny i w jakim stopniu wpłynie on na ocenę ryzyka inwestycyjnego w Polsce. Ewentualna eskalacja tego kryzysu, sygnalizująca wzrost niepewności dotyczącej kształtu polityki gospodarczej i perspektyw wzrostu gospodarczego, będzie w naszej ocenie negatywna dla długoterminowego ratingu Polski, kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej został podniesiony o 25 pb do [0,50%; 0,75%], co było zgodne z naszymi oczekiwaniami oraz konsensusem rynkowym. Decyzja została podjęta jednomyślnie. Zgodnie z treścią komunikatu podwyżkę stóp uzasadniają obecne oraz prognozowane kształtowanie się inflacji oraz sytuacji na rynku pracy. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały nowe projekcje makroekonomiczne członków FOMC. W porównaniu do wrześniowej projekcji prognoza tempa wzrostu gospodarczego w 2016 r. została podniesiona do 1,9% wobec 1,8%, w 2017 r. do 2,1% (2,0%), w 2018 r. utrzymana na niezmienionym poziomie

(2,0%), w 2019 r. podwyższona do 1,9% (1,8%), a w długim okresie utrzymana na niezmienionym poziomie (1,8%). Prognoza inflacji w 2016 r. została podniesiona do 1,5% z 1,3%, podczas gdy w 2017 r., 2018 r., 2019 r. oraz długim okresie nie zmieniła się w porównaniu do wrześniowej projekcji (odpowiednio 1,9%, 2,0%, 2,0%, 2,0%). Zgodnie z grudniową projekcją stopa bezrobocia spadnie do poziomu 4,5% w IV kw. 2017 r., na którym utrzyma się do IV kw. 2019 r. FED jednocześnie nie zmienił swojego szacunku naturalnej stopy bezrobocia (4,8%). Nieznacznie podniesiona została natomiast ścieżka stopy oprocentowania funduszy federalnych oczekiwana przez członków FOMC. Obecnie mediana oczekiwań dotyczących wysokości stóp procentowych na koniec 2017 r. wynosi 1,375% (wobec 1,125% we wrześniowej projekcji), 2,125% na koniec 2018 r. (1,875%), 2,875% na koniec 2019 r. (2,625%) oraz 3,0% w długim okresie (2,75%). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szefowa FED, J. Yellen podkreśliła, że wszyscy członkowie FOMC zwracają uwagę, iż przyszła polityka monetarna w USA obarczona jest wysoką niepewnością związaną z kształtem polityki fiskalnej realizowanej przez administrację D. Trumpa. W naszym scenariuszu zakładamy, że FED w całym 2017 r. podniesie stopy procentowe łącznie o 50pb, co jest poniżej mediany oczekiwań z grudniowej projekcji FOMC (75 pb).

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w listopadzie do -0,4% m/m wobec 0,1% w październiku. W kierunku jej spadku oddziaływała niższa dynamika produkcji we wszystkich jej działach (w przetwórstwie, górnictwie oraz dostarczaniu mediów). Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w listopadzie do 75,0% wobec 75,4% w październiku. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w listopadzie o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,6%. Głównym źródłem obniżenia miesięcznej dynamiki sprzedaży detalicznej było niższe tempo wzrostu sprzedaży w większości jej kategorii. Bez uwzględnienia samochodów, sprzedaż detaliczna zwiększyła się w listopadzie o 0,2% wobec wzrostu o 0,6% w październiku. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. liczby rozpoczętych budów (1090 tys. w listopadzie wobec 1340 tys. w październiku) oraz pozwoleń na budowę (1201 tys. wobec 1260 tys.), które wskazały na spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Opublikowane zostały także lepsze od oczekiwań wyniki regionalnych badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zwiększył się w grudniu do 9,0 pkt. wobec 1,5 pkt. w listopadzie, podczas gdy indeks Philadelphia FED wzrósł do 21,5 pkt. wobec 7,6 pkt. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. wyniesie 2,3% wobec 3,4% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne grudniowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro w grudniu nie zmienił się w porównaniu do listopada i wyniósł 59,3 pkt. Na stabilizację wskaźnika złożyły się wyższa wartość indeksu we Francji (52,8 pkt. w grudniu wobec 51,4 pkt. w listopadzie) oraz jego obniżenie w Niemczech (54,8 pkt. wobec 55,0 pkt.). Wzrost indeksu we Francji wynikał z wyższych wartości składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie jak i aktywności biznesowej w usługach. Na pogorszenie koniunktury w Niemczech złożyły się obniżenie składowej dla aktywności biznesowej w usługach oraz zwiększenie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Nieznaczne pogorszenie koniunktury odnotowano w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W całym IV kw. zagregowany indeks PMI dla strefy euro zwiększył się do 55,0 pkt. wobec 53,8 pkt. w III kw., co stanowi lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w IV kw. nie zmieni się wobec III kw. i wyniesie 0,3%.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech nie zmienił się w listopadzie w porównaniu do października i wyniósł 13,8 pkt.** Zgodnie z komunikatem, w kierunku poprawy nastrojów oddziaływały dane nt. PKB w strefie euro, podczas gdy przeciwny efekt miało pogorszenie

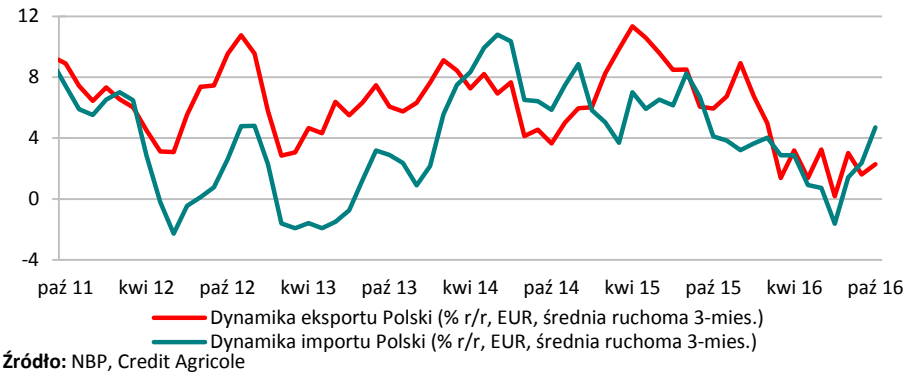
sytuacji we włoskim sektorze bankowym oraz wzrost niepewności związany ze zbliżającymi się wyborami w krajach członkowskich UE o największym wpływie na tempo integracji europejskiej (m.in. wybory prezydenckie we Francji oraz wybory parlamentarne w Niemczech). Opublikowany w ubiegłym tygodniu wskaźnik ZEW, w połączeniu ze wstępnymi indeksami PMI, nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech zwiększy się w IV kw. do 0,4% wobec 0,2% w III kw.

- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w listopadzie do 0,0% r/r wobec -0,2% w październiku.** Wzrost inflacji (o 0,2 pp.) wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen żywności (por. MAKROpuls z 12.12.2016). Do zwiększenia inflacji (o 0,1 pp.) przyczyniła się również wyższa inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii, która wyniosła w listopadzie -0,1% r/r wobec -0,2% w październiku. W kierunku spadku inflacji (o 0,1 pkt. proc.) oddziaływała natomiast niższa dynamika cen paliw. Prognozujemy, że w grudniu br. tempo wzrostu cen będzie dodatnie, a w całym 2016 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r.
- **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się w październiku do 393 mln EUR z 999 mln EUR we wrześniu.** Nieznaczne zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów pierwotnych, obrotów towarowych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 244 mln EUR, 230 mln EUR i 134 mln EUR wyższe niż we wrześniu). W przeciwnym kierunku oddziaływało niższe saldo usług (o 2 mln EUR niższe niż we wrześniu). Dynamika eksportu zmniejszyła się w październiku do -3,1% r/r wobec 1,5% we wrześniu, a dynamika importu spadła do 0,2% r/r wobec 3,2%. Niższe tempo wzrostu eksportu i importu wynikało w znacznym stopniu z efektu niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Październikowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB w IV kw. zwiększy się do -0,6% wobec -0,7% w III kw.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wzrosła w listopadzie do 4,0% r/r wobec 3,6% w październiku.** W kierunku zwiększenia nominalnej dynamiki wynagrodzeń pomiędzy październikiem a listopadem oddziaływała m.in. korzystna różnica w liczbie dni roboczych wspierająca dynamikę płac pracowników zatrudnionych na akord (por. MAKROpuls z 16.12.2016). Dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 3,1% r/r. Podtrzymujemy naszą ocenę, że dynamika zatrudnienia osiągnęła lokalne maksimum w III kw. i począwszy od IV kw. będzie się stopniowo obniżać. Realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach spadło w okresie październik-listopad do 7,1% r/r wobec 8,6% r/r w III kw. Sygnalizuje to lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy stabilizacji dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw. względem III kw. (3,9% r/r).
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z chińskiej gospodarki.** Tempo wzrostu inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniło się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosło 8,3% r/r. Wyższe dynamiki odnotowano natomiast w przypadku produkcji przemysłowej (6,2% w listopadzie wobec 6,1% w październiku) oraz sprzedaży detalicznej (10,8% wobec 10,0%). Listopadowe dane z chińskiej gospodarki stanowią wsparcie dla 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%".
- **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 nadal znacząco przewartościowany, a SNB pozostanie aktywny na rynku walutowym w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej nieznacznie zrewidowana w dół w porównaniu do

wrześniowej projekcji. Zgodnie z grudniową projekcją w 2016 r. inflacja wyniesie -0,4% (brak zmian w porównaniu do wrześniowej projekcji), 0,1% w 2017 r. (0,2%) oraz 0,5% w 2018 r. (0,6%). Utrzymana została prognoza wzrostu szwajcarskiego PKB, który zarówno w 2016 r. jaki i 2017 r., wyniesie ok. 1,5%. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) oraz EURCHF, oczekujemy, że kurs CHFPLN wyniesie 4,08 na koniec grudnia br. oraz 3,80 na koniec 2017 r.

Wzrost polskiego eksportu przyspieszy w 2017 r.

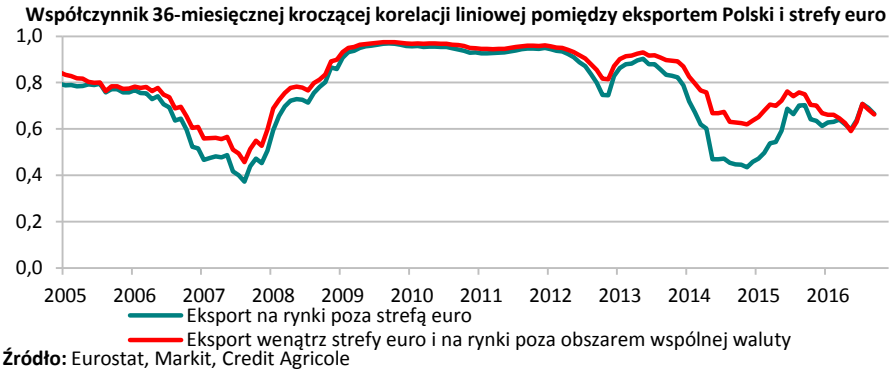
Odnotowane w I poł. 2016 r. silne wyhamowanie polskiego eksportu rodzi pytanie o jego krótkoterminowe perspektywy. W poniższej analizie przedstawiamy nasz scenariusz dla polskiego eksportu w 2017 r., uwzględniony w najnowszej prognozie kwartalnej opublikowanej w ubiegłotygodniowej MAKROmapie.



Źródło: NBP, Credit Agricole

Dane NBP dotyczące dynamiki eksportu towarów nominowanego w euro wskazują na jego silne wyhamowanie w I poł. br. i utrzymanie się obniżonej dynamiki w kolejnych miesiącach. Pogorszenie koniunktury w polskim eksporcie potwierdzają wyniki badania PMI. W listopadzie składowa dla nowych zamówień w eksporcie utrzymała się drugi raz z rzędu na poziomie poniżej 50 pkt., sygnalizując spadek zamówień z zagranicy.

Główną przyczyną spowolnienia wzrostu polskiego eksportu towarów w 2016 r. było obniżenie dynamiki PKB w strefie euro (z 1,9% w 2015 r. do prognozowanego przez nas 1,6%), w tym w szczególności silne zmniejszenie tempa wzrostu eksportu ze strefy euro (z 6,2% do 2,4%). Znacząco wolniejszy wzrost eksportu ze strefy euro w 2016 r. oddziaływał w kierunku zmniejszenia popytu na towary importowane z Polski i stanowiące zużycie pośrednie w procesie wytwarzania dóbr finalnych eksportowanych ze strefy euro (w pierwszych trzech kwartałach br. zużycie pośrednie stanowiło 49,2% polskiego eksportu towarów.).



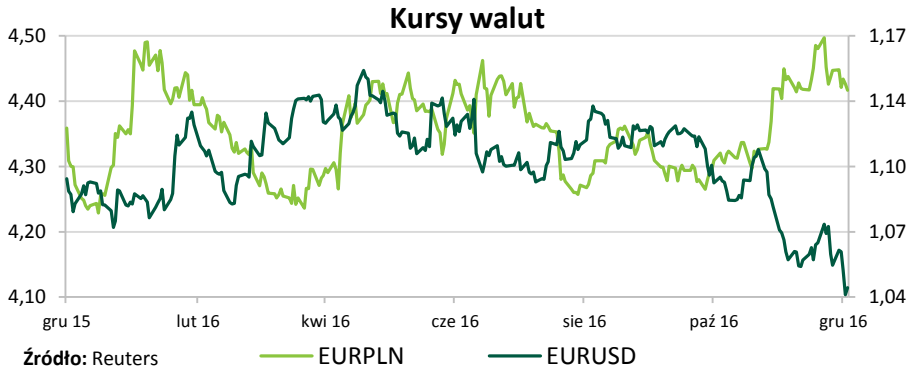
Źródło: Eurostat, Markit, Credit Agricole

W ocenie perspektyw polskiego eksportu należy uwzględnić oczekiwane tendencje w całkowitym eksporcie strefy euro, zarówno kierowanym poza obszar wspólnej waluty, jak i wymianę handlową pomiędzy krajami strefy euro. Ta ostatnia ma również istotny wpływ na popyt na import z Polski stanowiący wsad do produkcji dóbr handlowych wytwarzanych w strefie euro. Umiarkowanie silną współzależność pomiędzy polskim eksportem i wymianą handlową w strefie euro potwierdzają współczynniki kroczącej korelacji dla dynamiki polskiego eksportu oraz eksportu strefy euro (sprzedaży na zewnątrz obszaru wspólnej waluty

oraz całkowitej wymiany handlowej pomiędzy krajami członkowskimi i krajami spoza strefy euro). W 2014 r. współczynniki te uległy obniżeniu, do czego w znacznym stopniu przyczyniło się rosyjskie embargo na import żywności z krajów UE, oddziałujące relatywnie silnie na polski eksport. Mimo tego współzależność polskiego eksportu z wymianą handlową w strefie euro pozostaje umiarkowanie silna.

Oczekujemy, że w 2017 r. wsparciem dla polskiego eksportu towarów będzie ożywienie w gospodarkach wschodzących, w tym w szczególności w Rosji. Będzie ono głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia wzrostu eksportu ze strefy euro z 2,4% w 2016 r. do 3,1% i zwiększenia popytu na importowane z Polski towary stanowiące zużycie pośrednie. W II poł. 2017 r. w kierunku przyspieszenia wzrostu polskiego eksportu w ujęciu rocznym będzie oddziaływał efekt niskiej bazy. Ponadto, czynnikiem dynamizującym polski eksport w 2017 r. będzie stopniowy wzrost produkcji w sektorze motoryzacyjnym, będący efektem rosnących zagranicznych inwestycji w tym sektorze. Spodziewamy się również, że szybszemu wzrostowi eksportu towarów będzie towarzyszyć zwiększenie dynamiki eksportu usług, w pewnym stopniu związane z dokonanymi wcześniej inwestycjami w tzw. centra usług. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oczekujemy, że w 2017 r. nastąpi lekkie przyspieszenie wzrostu eksportu towarów i usług do 9,9% wobec 7,3% w 2016 r. Mimo tego wkład eksportu netto do wzrostu PKB zmniejszy się z -0,1 pkt. proc. do -0,3 pkt. proc., co będzie spowodowane silnym wzrostem dynamiki nakładów inwestycyjnych i związanym z tym zwiększeniem popytu na dobra inwestycyjne.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej negatywne dla złotego



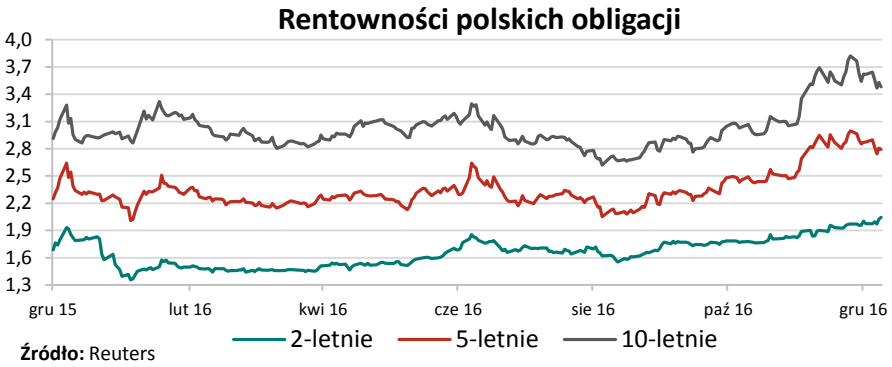
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4166 (umocnienie złotego o 0,7%). W poniedziałek kurs złotego był stabilny, a krajowe dane o inflacji, zgodne ze wstępnym szacunkiem GUS, były neutralne dla rynku. We wtorek polska waluta nieznacznie zyskiwała na wartości, co mogło być związane częściowo z publikacją lepszych od oczekiwań danych z chińskiej gospodarki. W środę utrzymywała się podwyższona zmienność kursu złotego w oczekiwaniu na wieczorne posiedzenie FOMC. Decyzja FED była zgodna z oczekiwaniami rynku, w efekcie jej wpływ na kurs polskiej waluty był ograniczony. Niemniej jednak jastrzębia grudniowa projekcja ekonomiczna FED, zakładająca szybsze niż we wrześniowych prognozach FED tempo normalizacji polityki monetarnej w USA, oddziaływała w kierunku osłabienia polskiej waluty w czwartek do południa. Po południu miała miejsce korekta, której sprzyjał spadek światowej awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX. W naszej ocenie był on związany z obniżeniem niepewności na rynku po decyzji FOMC. W piątek wzrost globalnego apetytu na ryzyko oraz towarzysząca mu aprecjacja polskiej waluty były kontynuowane.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dzisiejsze dane o krajowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, które w naszej ocenie będą oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia polskiej waluty. W kierunku osłabienia kursu złotego może również oddziaływać kryzys parlamentarny w Polsce (patrz wyżej), który w przypadku jego eskalacji będzie negatywny dla długoterminowego ratingu Polski. Dzisiejsza publikacja indeks Ifo nie spotka się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki (finalny szacunek PKB w III kw., zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny indeks Uniwersytetu

Michigan) będzie w naszej ocenie neutralny dla kursu złotego. W przyszłym tygodniu z uwagi na ubogi kalendarz ekonomiczny oraz okres świąteczny oczekujemy mniejszej płynności na rynku walutowym.

Świąteczna atmosfera na polskim rynku długu



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 2,045 (wzrost o 7pb), obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,793 (spadek o 8pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 3,482 (spadek o 14pb). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia ze wzrostem cen polskiego długu w ślad za obligacjami niemieckimi. Wskazuje to, że spadek rentowności mógł być kontynuacją reakcji rynkowej na decyzję EBC sprzed dwóch tygodni o wydłużeniu rozszerzonego programu skupu aktywów (por. MAKROmapa z 12.12.2016) oraz stopniową stabilizację sytuacji politycznej we Włoszech. W przypadku obligacji o krótkich terminach zapadalności obserwowana była niewielka aktywność inwestorów, co najprawdopodobniej wynikało z oczekiwań rynku na środowe posiedzenie FOMC. W reakcji na publikację prognoz członków FOMC, wskazujących na szybsze oczekiwane zaostrzenie polityki pieniężnej, ceny polskiego długu w czwartek na otwarciu były niższe niż na środowym zamknięciu. W czwartek przed południem miała również miejsce aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2017 r. za 5,0 mld zł sprzedając obligacje o 3-letnich terminach zapadalności za 5,5 mld zł. Po południu w przypadku obligacji o średnich i długich terminach zapadalności obserwowany był spadek rentowności, który utrzymał się również w piątek. W naszej ocenie wynikało to z obniżenia globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej indeksem VIX, z uwagi na zmniejszenie niepewności związanej z decyzją FED.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą dzisiejsze dane o krajowej sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej, które w przypadku realizacji naszych prognoz mogą być lekko pozytywne dla cen polskich obligacji. W przeciwnym kierunku może oddziaływać kryzys parlamentarny w Polsce (patrz wyżej), który w przypadku jego eskalacji będzie negatywny dla długoterminowego ratingu Polski. Dzisiejsza publikacja indeksu Ifo nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek. Neutralny dla polskiego rynku długu będzie w naszej ocenie również zagregowany wpływ danych z USA (finalny szacunek PKB w III kw., zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). W przyszłym tygodniu z uwagi na okres świąteczny oraz ubogi kalendarz ekonomiczny oczekujemy ograniczonych obrotów na polskim rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	**4,45**
Kurs USDPLN*	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	**4,20**
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	4,0	
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	3,1	
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	-393		
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	-3,1		
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	0,2		

* 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
Wkłady 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
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,9	-1,4	-1,5	-0,1	0,2	1,1	2,1	-1,0	0,9	1,8
Wkłady do wzrostu PKB: 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	4,10	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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 19.12.2016r.				
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	110,4	109,9	110,7
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	III kw.	0,9		
14:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (% r/r)**	**Listopad**	**3,7**	**4,5**	**4,8**
14:00	**Polska**	**Inflacja PPI (% r/r)**	**Listopad**	**0,6**	**0,8**	**1,0**
14:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (% r/r)**	**Listopad**	**-1,3**	**0,0**	**1,8**
		Wtorek 20.12.2016r.				
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Październik	25,3		
		Środa 21.12.2016r.				
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	5,60	5,51	5,50
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	-6,1		-6,0
		Czwartek 22.12.2016r.				
14:00	**Polska**	***Minutes* z posiedzenia RPP**	**Grudzień**			
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	3,2	3,4	3,3
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	4,6	-5,1	-4,0
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,1		
		Piątek 23.12.2016r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Listopad**	**8,2**	**8,3**	**8,3**
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Listopad	563	574	575
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	98,0	97,8	98,0
		Wtorek 27.12.2016r.				
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Październik	0,4		0,4
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Grudzień	4,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	107,1	106,3	108,0
		Czwartek 29.12.2016r.				
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	4,4		4,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	254		
		Piątek 30.12.2016r.				
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Grudzień	57,6		57,8

* 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

Krystian JAWORSKI
Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.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.