

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje Fitch oraz Moody's.** W lipcu ub. r. Fitch utrzymał długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Agencja zaznaczyła wtedy, że potencjalnie negatywne dla ratingu mogą być: brak stabilizacji deficytu budżetowego w średnim okresie, wprowadzenie ustawy frankowej w kształcie zagrażającym stabilności systemu finansowego, a także zmiany w polityce gospodarczej lub silniejszy od oczekiwań wpływ Brexit, które zagroziłyby stabilności makroekonomicznej i perspektywom wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem od czasu lipcowej oceny prawdopodobieństwo wzrostu deficytu sektora finansów publicznych powyżej 3% PKB w średnim terminie nie wzrosło znacząco, a pozostałe wymienione wyżej czynniki ryzyka nie zmaterializowały się. W konsekwencji, oczekujemy, że Fitch utrzyma dotychczasowy rating z perspektywą stabilną. Agencja najprawdopodobniej zaakcentuje ryzyko pogorszenia salda finansów publicznych w średnim terminie w związku z obniżeniem wieku emerytalnego, jednak nie będzie to wystarczający argument do zmiany perspektywy ratingu na negatywną. W listopadzie i grudniu ub. r. Moody's opublikował komunikaty, w których zwrócił uwagę na negatywny wpływ obniżki wieku emerytalnego oraz pogłębiającego się spadku inwestycji na ocenę wiarygodności kredytowej Polski. Mimo niekorzystnego wydźwięku komunikatów, w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Moody's utrzyma długoterminowy rating Polski na niezmiennym poziomie (A2) oraz jego negatywną perspektywę. Nie wykluczamy jednak, że powyższe dwa czynniki skłonią agencję do obniżenia ratingu do poziomu A3 (ze zmianą jego perspektywy z negatywnej na stabilną). W scenariuszu bazowym zakładamy, że wydźwięk komunikatów obu agencji będzie mniej korzystny niż przy ostatnich ocenach ratingu. Tym samym uważamy, że ich publikacje komunikatów będą oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia kursu złotego oraz wzrostu rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej. W przypadku obniżki ratingu (Moody's) lub zmiany perspektywy na negatywną (Fitch) reakcja rynków będzie odpowiednio silniejsza. Decyzje agencji zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym reakcja rynku walutowego i rynku długu na nie zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu zostanie najprawdopodobniej poruszona kwestia silniejszego od konsensusu rynkowego wzrostu dynamik produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w listopadzie oraz wyraźnego zwiększenia inflacji w grudniu w kontekście prawdopodobieństwa szybszego od obecnych oczekiwań rynkowych zacieśnienia polityki pieniężnej przez RPP. Uważamy, że prezes NBP, A. Głapiński podtrzyma swoje stanowisko sprzed miesiąca, zgodnie z którym Rada postępuje zgodnie z zasadą "wait-and-see", a stopy procentowe z dużym prawdopodobieństwem utrzymają się na niezmiennym poziomie w całym 2017 r. Taki scenariusz jest spójny z oczekiwaniami rynkowymi wycenianymi przez kontrakty terminowe FRA. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu Rady oraz wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku.
- **W piątek opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w grudniu o 0,9% m/m wobec wzrostu o 0,1% w listopadzie ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. W piątek opublikowany zostanie również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 98,2 pkt. Publikacja danych z USA nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynkową.
- **W piątek poznamy dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego nadwyżka zmniejszyła się w grudniu do 43,1 mld USD wobec 44,6 mld USD w listopadzie. Prognozujemy,

że dynamika eksportu odnotowała w grudniu spadek do -9,5% r/r wobec 0,1% w listopadzie, podczas gdy dynamika importu zmniejszyła się do -3,0% z 6,7%. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.

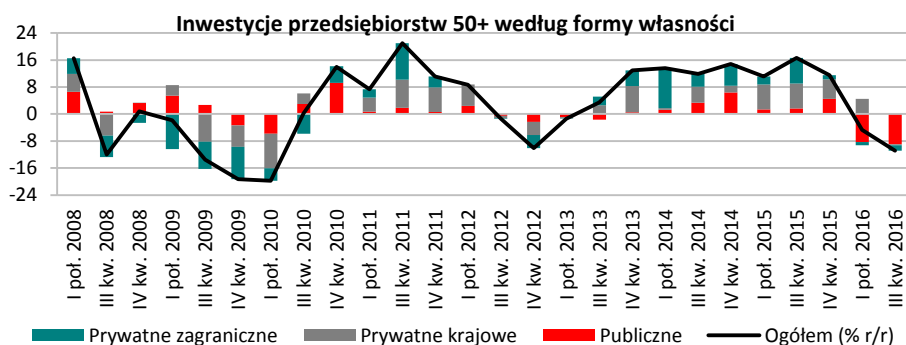
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o grudniowej inflacji w Polsce.** Widzimy lekkie ryzyko w dół w stosunku dla wstępnego szacunku (0,8% r/r wobec 0,0% w listopadzie). Naszym zdaniem do wzrostu inflacji w grudniu przyczyniła się głównie wyższa dynamika cen paliw oraz żywności. Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.
- ✔ **W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w listopadzie.** Oczekujemy lekkiego zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 366 mln EUR wobec 393 mln EUR w październiku. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się w listopadzie do 2,0% r/r wobec -3,1% w październiku, a dynamika importu wzrosła do 3,4% r/r wobec 0,2%. W kierunku zwiększenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Publikacja danych o bilansie płatniczym powinna być neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

W ubiegłym tygodniu

- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w grudniu o 156 tys. wobec wzrostu o 204 tys. w listopadzie (rewizja w górę z 178 tys.), co było poniżej oczekiwań rynku (177 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+70,0 tys.), turystyce i rekreacji (+24,0 tys.) oraz przetwórstwie (+17,0 tys.). Zatrudnienie obniżyło się natomiast w dziale „inne usługi” (-8,0 tys.), usługach informacyjnych (-6,0 tys.) i budownictwie (-3,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w grudniu do 4,7% wobec 4,6% w listopadzie, kształtując się nadal poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,8% - por. MAKROMAPA z 19.12.2016). Wzrost stopy bezrobocia wynikał przede wszystkim z silniejszego zwiększenia zasobu siły roboczej od wzrostu zatrudnienia. Może to wskazywać, że poprawiająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy zachęciła część osób dotychczas nieaktywnych zawodowo do wejścia na rynek pracy. Zwiększenie zasobu siły roboczej znalazło odzwierciedlenie we wzroście współczynnika aktywności zawodowej, który w grudniu wyniósł 62,7% wobec 62,6% w listopadzie. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego w grudniu zwiększyła się do 2,9% wobec 2,5% w listopadzie. Oczekujemy, że kontynuacja poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy, który znajduje się blisko poziomu równowagi, w kolejnych miesiącach będzie oddziaływała w kierunku dalszego wzrostu rocznej dynamiki wynagrodzeń. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 54,7 pkt. wobec 53,2 pkt. w listopadzie. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wartości 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zatrudnienia). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe wkłady składowych dla czasu dostaw oraz zapasów. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla nowych zamówień (60,2 pkt. wobec 53,0 pkt.), która ukształtowała się na najwyższym poziomie od listopada 2014 r. Wzrostowi zamówień ogółem towarzyszyło silne zwiększenie zamówień eksportowych, co wskazuje, że w znacznym stopniu wynikał on z silniejszego popytu zagranicznego. W ubiegłym tygodniu opublikowano również grudniowy indeks ISM poza przetwórstwem, który nie zmienił się w porównaniu do listopada i wyniósł 57,2 pkt. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływał wzrost składowej dla nowych zamówień, podczas gdy przeciwny efekt miał spadek wkładów składowych dla zatrudnienia i aktywności biznesowej. Wartość składowej dla czasu dostaw nie zmieniła się w porównaniu do listopada. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB wyniesie 1,7% w IV kw. wobec 3,5% w III kw.

- ▮ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z grudniowego posiedzenia FOMC.** Treść *Minutes* potwierdziła słowa szefowej FED J. Yellen podczas konferencji prasowej po grudniowym posiedzeniu, zgodnie z którymi 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 (por. MAKROmapa z 19.12.2016). Zgodnie z zapisem dyskusji wielu członków FOMC uważa, że ewentualna stymulacja fiskalna amerykańskiej gospodarki, która skutkowałaby wyższą od obecnych oczekiwań członków FED dynamiką wzrostu gospodarczego, może skłonić Rezerwę Federalną do szybszego tempa normalizacji polityki monetarnej. Członkowie FOMC są jednak zgodni, że jest jeszcze zbyt wcześnie by przewidzieć ostateczny kształt przyszłej polityki fiskalnej realizowanej przez administrację D. Trumpa i oszacować jej wpływ na perspektywy makroekonomiczne w USA. Treść *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC stanowi lekkie ryzyko w górę dla naszego scenariusza, w którym zakładamy, że FED w całym 2017 r. podniesie stopy procentowe łącznie o 50pb, co jest poniżej mediany oczekiwań z grudniowej projekcji FOMC (75 pb).
- ▮ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w grudniu do 1,1% r/r wobec 0,6% w listopadzie.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe dynamiki cen nośników energii oraz żywności, które zwiększyły inflację odpowiednio o 0,4 pp. oraz 0,1 pp. W całym IV kw. inflacja wyniosła 0,7% r/r wobec 0,3% w III kw. W I kw. br. oczekujemy dalszego wzrostu inflacji do 1,5% r/r., co w znacznym stopniu wynikać będzie z efektów niskiej bazy sprzed roku w kategorii „nośniki energii”.
- ▮ **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 51,9 pkt. wobec 50,9 pkt. w listopadzie.** Źródłem wzrostu wskaźnika w grudniu były wyższe wkłady 4 z 5 jego składowych (nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów pozycji zakupionych oraz czasu dostaw). W przeciwnym kierunku oddziaływał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. W strukturze indeksu na uwagę zasługują składowe dla nowych zamówień ogółem (52,5 pkt. w IV kw. wobec 50,9 pkt w III kw.) oraz nowych zamówień eksportowych (49,8 pkt. wobec 49,6 pkt), które wskazują iż w II poł. ub. r. głównym źródłem wzrostu zamówień w chińskim przetwórstwie był popyt wewnętrzny, podczas gdy popyt zagraniczny się obniżał. Wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie 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%”.

Inwestycje przedsiębiorstw na skraju ożywienia?

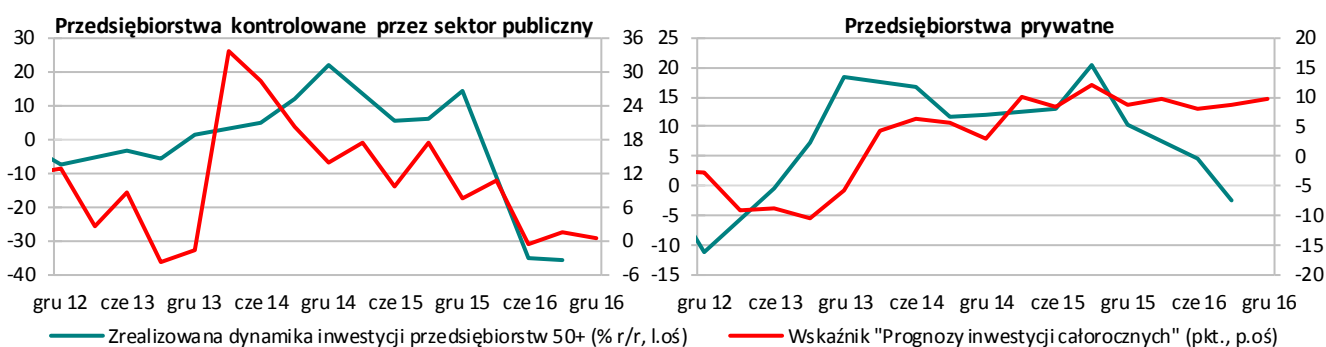


Źródło: Pontinfo, Credit Agricole

Dane o nakładach wszystkich przedsiębiorstw na środki trwałe opracowywane przez GUS są publikowane z opóźnieniem ok. dwóch kwartałów w stosunku do okresu sprawozdawczego. Utrudnia to szybką ocenę trendów inwestycyjnych w firmach. Dane GUS nt. inwestycji firm zatrudniających co najmniej 50 pracowników (50+) są dostępne z mniejszym

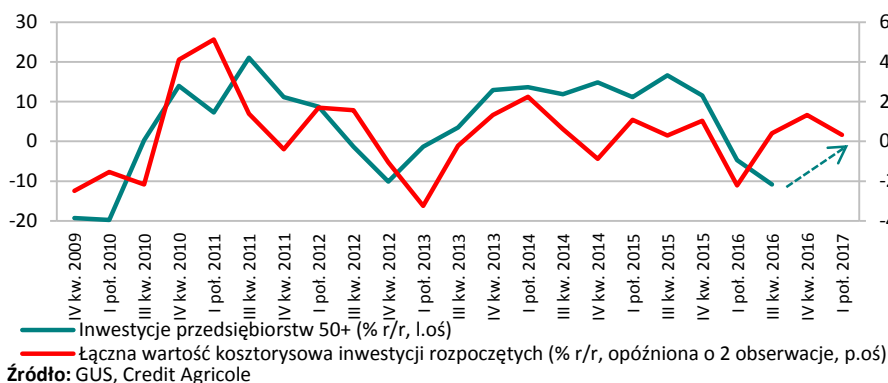
opóźnieniem czasowym, jednak nie zawierają one informacji o nakładach na środki trwałe w podziale wg formy własności przedsiębiorstw. Firma Pontinfo przetwarza informacje przesyłane przez przedsiębiorstwa do GUS w ramach formularza F-01 (Sprawozdanie o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe). Dane te są w dużej mierze spójne z oficjalnymi

statystykami GUS i są one jednocześnie udostępniane z mniejszym opóźnieniem czasowym. Zgodnie z danymi Pontinfo, w III kw. ub. r. odnotowano w Polsce pogłębienie spadku inwestycji przedsiębiorstw w ujęciu rocznym (-10,9% r/r wobec -4,7% I poł. ub. r.). Spadek nakładów na środki trwałe można było zaobserwować we wszystkich segmentach przedsiębiorstw w podziale wg formy własności. Do zmniejszenia dynamiki w III kw. przyczynił się przede wszystkim spadek inwestycji krajowych przedsiębiorstw prywatnych (z 12,5% r/r w I poł. r. do -0,6% w III kw., oddziałujący w kierunku obniżenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ o 4,8 pkt. proc.). Załamanie inwestycji przedsiębiorstw kontrolowanych przez sektor publiczny (spadek o 35,9% r/r w III kw. wobec -35,2% w I poł. 2016 r.) oraz zagranicznych firm prywatnych (-4,3% r/r wobec -2,5%) miały negatywny wpływ na dynamikę inwestycji przedsiębiorstw 50+ o podobnej skali (po ok. -0,7 pkt. proc.). Zgodnie z danymi GUS, zmniejszenie dynamiki nakładów na środki trwałe w III kw. było efektem przede wszystkim niższych wkładów inwestycji w energetyce i usługach transportowych. Uważamy, że spadek w tych kategoriach był związany głównie z przejściowo niższym wykorzystaniem środków unijnych. W III kw. odnotowano również pogłębienie spadku nakładów na środki trwałe w przetwórstwie i budownictwie. Naszym zdaniem były to głównie prywatne firmy powiązane z cyklem w inwestycjach publicznych (por. MAKROmapa z 28.11.2016 i 31.10.2016). Poniżej na podstawie dostępnych danych i wyników badań koniunktury przedstawiamy najbardziej prawdopodobny scenariusz kształtowania się inwestycji przedsiębiorstw 50+ w kolejnych kwartałach.



Źródło: Pontinfo, NBP, Credit Agricole

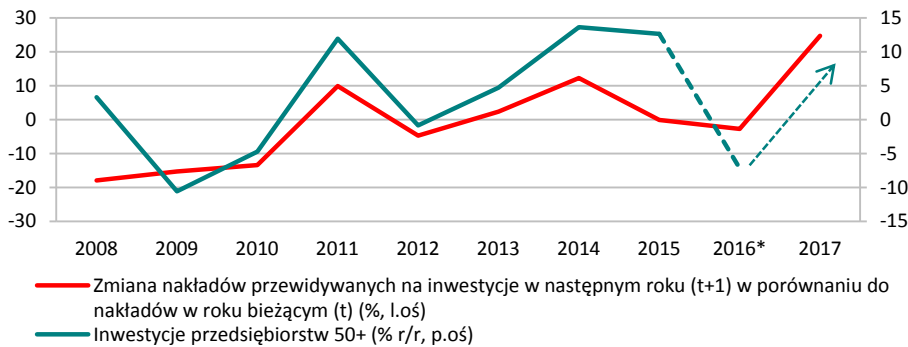
Jednym ze źródeł informacji nt. przewidywanego kształtowania się inwestycji przedsiębiorstw są badania koniunktury przedsiębiorstw prowadzone przez NBP („Szybki monitoring”, październik 2016 r.). Wskaźnik „Prognozy inwestycji całorocznych” wykazuje umiarkowaną współzależność z dynamiką inwestycji przedsiębiorstw 50+ (korelacja równa ok. 40% w latach 2012-2016). Prognozy inwestycji firm kontrolowane przez sektor publiczny na IV kw. ub. r. pogorszyły się tylko nieznacznie w stosunku do III kw., a w przypadku inwestycji przedsiębiorstw prywatnych – lekko się poprawiły. Tym samym uważamy, że w świetle wyników badań koniunktury NBP, w IV kw. ub. r. można oczekiwać stabilizacji tempa spadku inwestycji przedsiębiorstw 50+ na podobnym jak w III kw., silnie ujemnym poziomie.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Drugim wskaźnikiem posiadającym własności wyprzedzające w stosunku do inwestycji przedsiębiorstw 50+ jest tzw. łączna wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych. Jest to wartość nakładów na budowę środków trwałych rozpoczynaną w okresie sprawozdawczym wynikająca z dokumentacji projektowo-kosztorysowej. Na podstawie

historycznych danych można zauważyć, że dynamika wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych z wyprzedzeniem około dwóch kwartałów sygnalizuje zmiany w kształtowaniu się tempa wzrostu inwestycji przedsiębiorstw 50+. Ta zależność jest umiarkowanie silna (współczynnik korelacji równy 48,4% w latach 2010-2016). Biorąc pod uwagę, że dynamika inwestycji rozpoczętych kształtowała się powyżej zera w okresie I-III kw. 2016 r. oczekujemy, że w I poł. 2017 r. tempo wzrostu nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw 50+ również ponownie osiągnie wartości dodatnie.



Kolejnym źródłem informacji nt. przewidywanego kształtowania się inwestycji przedsiębiorstw jest badanie koniunktury GUS. Ankieta obejmuje 3500 podmiotów z branży przetwórstwa przemysłowego, zatrudniających co najmniej 9 pracowników. Formularz zawiera m.in. pytanie o oczekiwaną przez przedsiębiorstwa zmianę nakładów inwestycyjnych

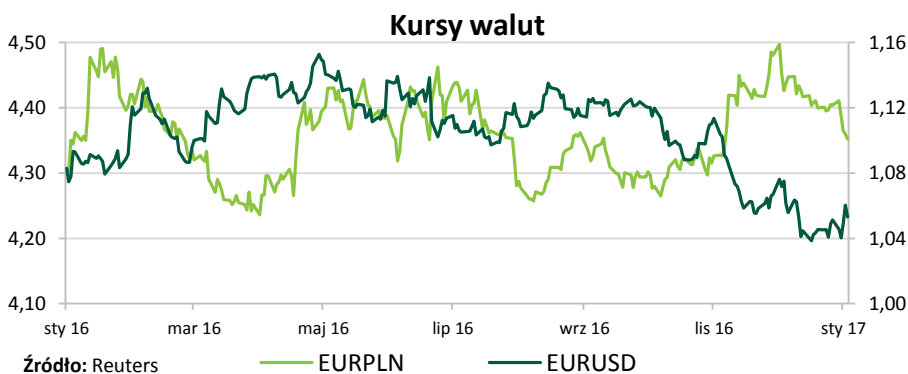
Źródło: GUS, Pontinfo, Credit Agricole

* Dynamika inwestycji w okresie I-III kw. 2016 r.

w przyszłym roku w porównaniu do bieżącego roku. Wskaźnik koniunktury z ankiety inwestycyjnej liczony jest metodą średniej ważonej ze wszystkich odpowiedzi pojedynczych przedsiębiorstw na to pytanie (indeks ważony przychodami ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w przetwórstwie przemysłowym). Historycznie wskaźnik ten wykazywał silną zależność z dynamiką inwestycji przedsiębiorstw 50+ (współczynnik korelacji równy 80,0% w latach 2008-2015). Zgodnie z wynikami ankiety przeprowadzonej w październiku 2016 r., przedsiębiorstwa przewidują silny wzrost nakładów na środki trwałe w 2017 r. (+24,7% r/r wobec spadku o 2,8% oczekiwanego w 2016 r.), co z dużym prawdopodobieństwem wskazuje na przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw 50+ w br.

Zarysowane powyżej tendencje obserwowane w badaniach koniunktury dotyczące aktywności inwestycyjnej firm stanowią wsparcie dla naszej prognozy kwartalnej (por. MAKROmapa z 12.12.2016), zgodnie z którą dynamika inwestycji przedsiębiorstw ogółem wzrośnie do 2,6% r/r w 2017 r. z -7,2% w 2016 r. 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 w przedsiębiorstwach kontrolowanych przez sektor publiczny (por. MAKROmapa z 31.10.2016 r.). Wysoka aktywność inwestycyjna firm stanowi wsparcie dla naszego scenariusza makroekonomicznego zakładającego silne przyspieszenie inwestycji ogółem do 4,8% r/r w 2017 r. -5,3% w 2016 r.

Moody's i Fitch mogą osłabić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3519 (umocnienie złotego o 1,2%). W poniedziałek kurs złotego charakteryzował się relatywnie niską zmiennością, co mogło być związane z mniejszą aktywnością inwestorów ze względu na dzień wolny na kluczowych rynkach (m.in. w USA i w Wielkiej Brytanii).

Źródło: Reuters

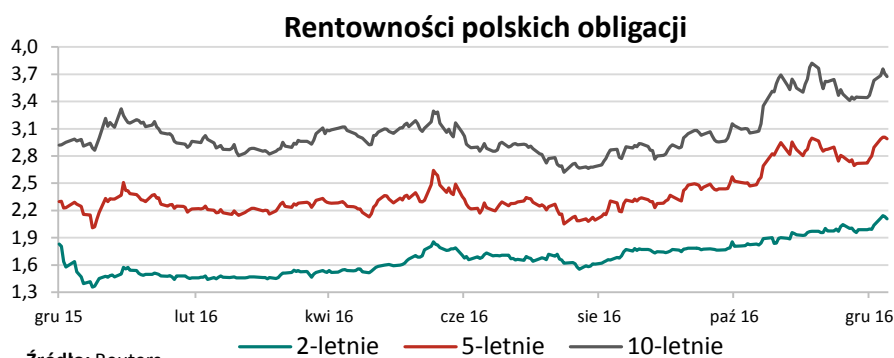
EURPLN

EURUSD

Lepsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury w Polsce (PMI) miały ograniczony wpływ na kursu polskiej waluty. Od wtorku do piątku obserwowana była aprecjacja złotego oraz innych walut rynków wschodzących wraz ze spadkiem globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej obniżeniem indeksu VIX. W czwartek na otwarciu kurs złotego charakteryzował się podwyższoną zmiennością z uwagi na publikację *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC, wskazującego na wzrost prawdopodobieństwa szybszej normalizacji polityki monetarnej w USA.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego będzie piątkowa publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje Moody's oraz Fitch. Uważamy, że będzie ona lekko negatywna dla złotego. Decyzje agencji ratingowych zostaną ogłoszone jednak po zamknięciu rynku, tym samym ich wpływ zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu. Przed publikacją aktualizacji ratingu na rynku może utrzymywać się podwyższona niepewność, co sprzyjać będzie wzrostowi zmienności kursu polskiej waluty. Pozostałe wydarzenia w Polsce (posiedzenie RPP, publikacja danych o inflacji i bilansie płatniczym), a także publikacje danych z USA (sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Chin (bilans handlowy) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

Decyzje agencji Moody's i Fitch w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 2,106 (wzrost o 7pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,99 (wzrost o 10pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,673 (wzrost o 4pb). W poniedziałek rano mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji w reakcji na lepsze od oczekiwań wyniki badań

koniunktury (PMI) w polskim przetwórstwie. Od wtorku do czwartku ceny polskich obligacji na krótkim końcu i środkowym odcinku krzywej były stabilne. Z kolei w przypadku długiego końca krzywej we wtorek po południu doszło do wzrostu rentowności obligacji, a w kolejnych dniach utrzymywał się ich spadek. Brak istotnych wydarzeń makroekonomicznych w tym okresie sugeruje, iż zmiany rentowności miały najprawdopodobniej charakter transakcyjny. W czwartek odbyły się aukcje długu (podstawowa i uzupełniająca), na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 5-, 6- i 10-letnich terminach zapadalności za łącznie 6,0 mld zł, przy popycie równym 15,1 mld zł. Mimo silnego popytu na polskie obligacje, aukcje nie doprowadziły do spadku ich rentowności. W piątek z uwagi na dzień wolny od pracy w Polsce obroty na polskim rynku długu były wstrzymane.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie piątkowa publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje Moody's oraz Fitch. Oczekujemy, że przyczyni się ona do wzrostu rentowności polskich obligacji, widocznego szczególnie na długim końcu krzywej. Niemniej jednak decyzje agencji ratingowych zostaną ogłoszone po piątkowym zamknięciu, tym samym ich wpływ na polski rynek długu zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu. Przed ogłoszeniem decyzji agencji ratingowych oczekujemy podwyższonej zmienności na polskim rynku długu z uwagi na wzrost niepewności. Wpływ pozostałych wydarzeń z polskiej gospodarki (posiedzenie RPP, publikacja danych o inflacji i bilansie płatniczym), a także publikacji danych z USA (sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) na ceny polskich obligacji będzie w naszej ocenie ograniczony.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kw 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17
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*	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,44
Kurs USDPLN*	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,23
Kurs CHFPLN*	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,14
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0		0,8
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1		-0,1
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,3		3,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,7		2,5
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6		6,9
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0		3,7
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1		2,9
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,7	10,2	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2		8,3
Saldo ROB (mln EUR)	-846	679	-652	-217	492	389	113	-635	-1007	-999	-393	-366		
Ekspert (r/r, % EUR)	10,8	-1,3	5,4	0,0	4,1	0,0	5,7	-5,1	8,5	1,5	-3,1	2,0		
Import (r/r, % EUR)	4,4	0,3	7,4	0,9	0,3	1,5	0,4	-6,8	10,7	3,2	0,2	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	
Ekspert (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
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,9	-1,4	-1,5	-0,1	0,2	1,1	2,1	-1,0	0,9	1,8
	Ekspert 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	-0,5	-0,5	-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	0,1	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	4,40	4,35	4,33	4,23	4,18	4,40	4,18	4,07	
USDPLN**	3,73	3,94	3,82	4,18	4,10	4,12	4,03	3,87	4,18	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 09.01.2017r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	0,3	0,6	
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Listopad	20,5	21,2	
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Styczeń	10,0	12,5	
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	9,8	9,8	
Wtorek 10.01.2017r.						
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Listopad	0,9	0,9	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Listopad	1,4	0,5	
:	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	3,3	5,4	4,5
:	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	2,3	2,0	2,3
Środa 11.01.2017r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Styczeń	1,50	1,50	1,50
Czwartek 12.01.2017r.						
10:00	Niemcy	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	2016	1,7	1,7	1,8
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	-0,1	0,5	
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	9,7	9,1	9,4
Piątek 13.01.2017r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Grudzień	44,6	43,1	46,5
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	0,0	0,8	0,8
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Listopad	-393	-366	-336
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,1	0,9	0,7
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	98,2	98,2	98,5
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Listopad	-0,2	0,7	0,4

* 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