

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie czwartkowa publikacja danych o grudniowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 3,0% r/r w grudniu wobec 3,3% w listopadzie. Lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy stanowi wyższa od oczekiwań grudniowa publikacja wskaźnika PMI. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyło się naszym zdaniem do 6,9% r/r w grudniu wobec 6,6% w listopadzie, z uwagi na wyższe niż przed rokiem wydatki świąteczne, wzrost cen detalicznych, a także poprawę koniunktury konsumenckiej. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko pozytywny dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem nie przyniesie ono zmian w polityce pieniężnej w strefie euro. Na konferencji prasowej mogą pojawić się pytania o dalszy kształt polityki pieniężnej EBC w kontekście silnego, grudniowego wzrostu inflacji w strefie euro (por. MAKROmapa z 09.01.2017). Podczas konferencji po posiedzeniu EBC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W piątek poznamy ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. ub. r. nie zmieniło się w stosunku do III kw. i wyniosło 6,7% r/r. Ponadto pozostałe dane miesięczne (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich) wskażą w sumie na lekkie przyspieszenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej grudniu. Nasza prognoza dotycząca dynamiki PKB jest równa konsensusowi rynkowemu, dlatego oczekujemy, iż sumaryczny wpływ powyższych publikacji będzie neutralny dla złotego.
- **W tym tygodniu poznamy również istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w grudniu o 0,9% m/m wobec spadku o 0,4% w listopadzie, co było wynikiem wyższej dynamiki produkcji w przetwórstwie. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1164 tys. w grudniu wobec 1090 tys. w listopadzie) oraz pozwoleń na budowę (1237 tys. wobec 1212 tys.). W tym tygodniu opublikowane zostaną również mieszane wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że indeks NY Empire State obniżył się do 4,5 pkt. w styczniu wobec 9,0 pkt. w grudniu ub. r., podczas gdy indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 16,2 pkt. w styczniu wobec 19,7 pkt. w grudniu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony. W piątek nastąpi zaprzysiężenie prezydenta-elekta Donalda Trumpa, po którym wygłosi on tradycyjne przemówienie inauguracyjne jego prezydenturę. Przemówienie to zostanie wygłoszone po zamknięciu rynków finansowych, a jego ewentualny wpływ na rynek długu i kurs złotego zmaterializuje się w kolejnym tygodniu.
- **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 18,8 pkt. w styczniu wobec 13,8 pkt. w grudniu ub. r.
- **W środę opublikowane zostaną grudniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że tempo wzrostu zatrudnienia zmniejszyło się do 2,9% r/r w grudniu wobec 3,1% r/r w listopadzie. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia spadła do 3,7% r/r w grudniu wobec 4,0% w listopadzie (efekt mniejszych wypłat premii w górnictwie). 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.

W zeszłym tygodniu

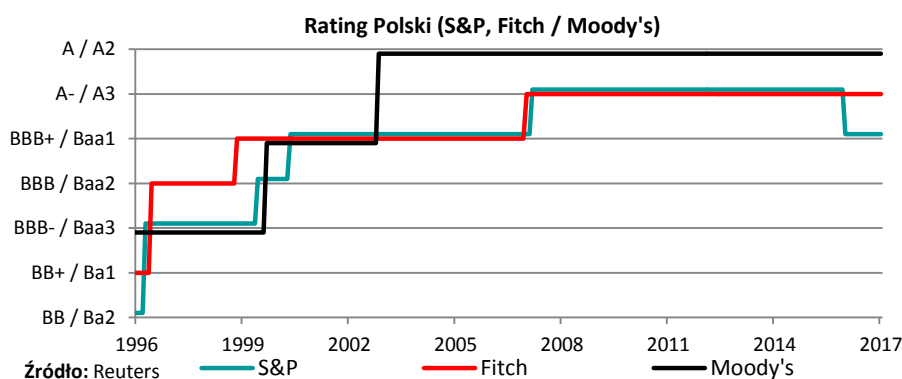
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Tonacja komunikatu po posiedzeniu Rady nie uległa zasadniczym zmianom w porównaniu z komunikatem grudniowym. RPP podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. W ocenie Rady dynamika PKB w IV kw. ub. r. ukształtowała się prawdopodobnie na obniżonym poziomie, jednak w jej ocenie miesięczne dane sygnalizują poprawę aktywności gospodarczej w ostatnim okresie. Rada wyraziła pogląd, że spadek inwestycji w IV kw. – podobnie jak w III kw. – był spowodowany w dużej mierze przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Ponadto, Rada podkreśliła, iż do wzrostu dynamiki cen w Polsce przyczyniają się głównie czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej (por. MAKROpuls z 11.01.2017). Podczas konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński wyraził pogląd, że obecny kryzys parlamentarny w Polsce nie będzie miał istotnego wpływu na sytuację gospodarczą. Uważa on również, że mimo spodziewanego znaczącego wzrostu inflacji nie ma powodów do zmian stóp procentowych w 2017 r. Wypowiedzi A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszej średnioterminowej prognozy stóp NBP, zgodnie z którą 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.
- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w grudniu do 0,8% r/r wobec 0,0% w listopadzie.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały przede wszystkim wyższe dynamiki cen paliw oraz żywności i napojów bezalkoholowych, które zwiększyły inflację odpowiednio o 0,4 pp. i 0,3 pp. (por. MAKROpuls z 13.01.2017). Wzrost odnotowała również inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w grudniu do 0,0% r/r wobec -0,1% w listopadzie. Oczekujemy, że ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy sprzed roku dla dynamiki cen paliw i nośników energii (obniżka cen prądu i gazu w styczniu 2016 r.) oraz wprowadzonych z początkiem br. podwyżek cen prądu inflacja silnie zwiększy się do ok. 1,5-2,0% r/r w styczniu. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy inflacji w I kw. (1,5% r/r). W kolejnych kwartałach 2017 r. oczekujemy stabilizacji wskaźnika CPI 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 (por. MAKROmapa z 12.12.2016).
- **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się w listopadzie do 427 mln EUR z 531 mln EUR w październiku.** Nieznaczne zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 230 mln EUR i 48 mln EUR wyższe niż w październiku). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe salda dochodów wtórnych i pierwotnych (odpowiednio o 142 mln EUR i 32 mln EUR niższe niż w październiku). Dynamika eksportu zwiększyła się w listopadzie do 4,6% r/r wobec -2,3% w październiku, a dynamika importu wzrosła do 6,4% r/r wobec 2,1%. Wyższe tempo wzrostu eksportu i importu wynikało w znacznym stopniu z efektu korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Listopadowe dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB w IV kw. zmniejszy się do -0,6% wobec -0,5% w III kw.
- **Nominalna sprzedaż detaliczna w USA zwiększyła się w grudniu o 0,6% m/m wobec 0,2% w listopadzie.** Przyspieszenie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej wynikało przede wszystkim z

wyższej dynamiki sprzedaży samochodów. Po wyłączeniu samochodów, sprzedaż detaliczna zwiększyła się w grudniu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,3% w listopadzie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w styczniu do 98,1 pkt. wobec 98,2 pkt. w grudniu. Nieznaczne pogorszenie nastrojów konsumenckich wynikało z obniżenia składowej dla oczekiwań, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała poprawa oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. wyniosło 2,3% wobec 3,4% w III kw.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** PKB w Niemczech zwiększył się w 2016 r. o 1,9% wobec wzrostu o 1,7% w 2015 r. W kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego oddziaływały wyższe wkłady spożycia publicznego (0,8 pp. w 2016 r. wobec 0,5 pp. w 2015 r.), inwestycji (0,5 pp. wobec 0,3 pp.) oraz zapasów (-0,4 pp. wobec -0,5 pp.) podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa kontrybucja eksportu netto (-0,1 pp. wobec 0,2 pp.). Wkład spożycia prywatnego nie zmienił się w 2016 r. w stosunku do 2015 r. i wyniósł 1,1 pp. i tym samym pozostało ono głównym źródłem wzrostu niemieckiej gospodarki. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego nadwyżka zwiększyła się w listopadzie do 21,7 mld EUR wobec 20,6 mld EUR w październiku. Wzrost odnotowano również w przypadku dynamiki eksportu (3,9% m/m w listopadzie wobec 0,5% w październiku) oraz importu (3,5% wobec 1,2%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. produkcji przemysłowej, której miesięczne tempo wzrostu zmniejszyło się w listopadzie do 0,4% wobec 0,5% w październiku. Ubiegłotygodniowe dane o niemieckim PKB w 2016 r. stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB w IV kw. zwiększyła się do 0,4% kw/kw wobec 0,2% w III kw. br.

➤ **Nadwyżka chińskiego bilansu handlowego zmniejszyła się w grudniu do 40,8 mld USD wobec 44,6 mld USD w listopadzie.** Jednocześnie dynamika eksportu spadła do -6,1% r/r w grudniu wobec 0,1% w listopadzie, a dynamika importu wzrosła do 3,1% r/r wobec 6,7%. Dane potwierdzają tym samym spowolnienie popytu zewnętrznego na chińskie produkty sygnalizowane wcześniej przez wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie (por. MAKROMAPA z 9.01.2017). Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększyło się w 2016 r. o 6,7% wobec wzrostu o 6,5% w 2015 r. Tym samym jego tempo wzrostu było spójne z wyznaczonym przez chiński rząd celem dla dynamiki PKB na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%”.

Rating Polski bez zmian



Na ubiegły piątek zaplanowana była publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje Fitch oraz Moody's. Moody's nie dokonała jednak rewizji ratingu Polski oraz nie opublikowała raportu kredytowego. Tym samym rating Polski został utrzymany na dotychczasowym poziomie (A2 z perspektywą negatywną). Kolejna

ocena ratingu zaplanowana jest na maj br. Czynniki, na które Moody's wskazywał we wcześniejszych komunikatach – m.in. obniżka wieku emerytalnego przyczyniająca się do pogorszenia sytuacji w finansach publicznych, przedłużający się spadek inwestycji oraz kryzys wokół Trybunału Konstytucyjnego – będą stanowić ryzyko w dół dla oceny wiarygodności Polski przy następnej aktualizacji ratingu.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, w tym m.in. dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz dług publiczny na poziomie podobnym do krajów o takim samym ratingu. Fitch podkreślił jednocześnie ryzyko w postaci relatywnie wysokiego – na tle tych państw – długu zagranicznego Polski.

W komunikacie zaznaczono, że zaproponowana przez rząd propozycja przewalutowania kredytów hipotecznych, polegająca na zwrocie przez banki klientom poniesionych przez nich kosztów spreadów walutowych, nie stanowi zagrożenia dla stabilności finansowej. Uważamy, że wprowadzenie w życie zaprezentowanej w ubiegły piątek rekomendacji Komitetu Stabilności Finansowej dotyczącej restrukturyzacji portfela kredytów mieszkaniowych powinno przyczynić się do dalszej poprawy oceny stabilności sektora finansowego w Polsce przez agencję ratingową. Rekomendacja obejmuje m.in. podwyższenie wagi ryzyka dla walutowych kredytów mieszkaniowych, nałożenie bufora ryzyka systemowego w wysokości 3% w przy szacowaniu wymogu kapitałowego oraz uwzględnienie ryzyka związanego z kredytami walutowymi przy wyznaczaniu składek banków na BFG.

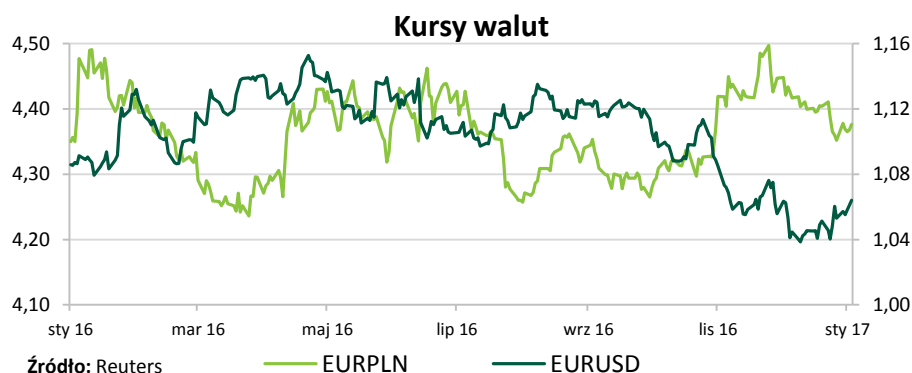
Fitch w swoim komunikacie ponownie zwrócił uwagę na niższą przewidywalność polityki gospodarczej w Polsce oraz pogorszenie klimatu politycznego od października 2015 r. W ocenie agencji takie zmiany stanowią ryzyko w górę dla kształtowania się długu publicznego oraz mogą mieć one negatywny wpływ na perspektywy gospodarcze w Polsce. Agencja uważa jednak, że rząd nie przekroczy unijnego kryterium deficytu budżetowego (próg 3% PKB) w obawie przed ponownym objęciem Polski procedurą nadmiernego deficytu. W swoim scenariuszu bazowym Fitch przewiduje wzrost deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB z 2,5% w 2016 r. do 3,0% w 2017 r., ze względu na ustąpienie czynników o charakterze jednorazowym po stronie dochodowej (aukcja częstotliwości LTE) oraz wzrost nakładów na inwestycje publiczne współfinansowane z użyciem środków unijnych ze względu na ich coraz większą absorbcję. W swoim scenariuszu Fitch przewiduje zacieśnienie fiskalne począwszy od 2018 r. przy tempie wzrostu gospodarczego utrzymującym się nieznacznie powyżej 3,0% r/r. Oznacza to, że agencja najprawdopodobniej zakłada dostosowania w budżecie, które w kolejnych latach skompensują rosnące wydatki publiczne związane z obniżeniem wieku emerytalnego. Fitch prognozuje, że w takim scenariuszu dług publiczny zwiększy się z 53,0% PKB w 2016 r. do 54,6% w 2017 r. i w kolejnych latach ustabilizuje się na podobnym poziomie. Głównymi czynnikami ryzyka dla tej prognozy to brak zacieśnienia polityki fiskalnej w średnim okresie, wolniejsze od oczekiwań tempo wzrostu gospodarczego oraz osłabienie kursu złotego oddziałującego w kierunku wzrostu długu nominowanego w walutach obcych.

Stabilna perspektywa ratingu oznacza, że ryzyka w górę i w dół dla oceny wiarygodności kredytowej Polski są zbilansowane. W ocenie Fitch potencjalnie negatywne dla ratingu będzie ryzyko przekroczenia unijnego kryterium deficytu budżetowego (próg 3% PKB) lub brak oczekiwanego przez agencję zacieśnienia polityki fiskalnej prowadzącego do stabilizacji długu publicznego w relacji do PKB w średnim okresie. Drugim czynnikiem ryzyka są zmiany w polityce gospodarczej, które mogłyby przyczynić się do pogorszenia klimatu inwestycyjnego, zagrozić stabilności makroekonomicznej i perspektywom wzrostu gospodarczego. Z kolei do podniesienia ratingu mogłoby dojść w przypadku utrzymania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego wspierającego konwergencję do krajów o ratingu A, a także w sytuacji obniżenia zadłużenia zagranicznego.

Oczekujemy, że w kolejnych latach rząd będzie kształtował politykę fiskalną w taki sposób, aby deficyt sektora GG nie przekroczył granicy 3% PKB. Zgodnie z wynikami naszych symulacji, w warunkach umiarkowanego ożywienia oraz inflacji kształtującej się blisko celu, powinniśmy mieć do czynienia ze stabilizacją, lub lekkim spadkiem długu publicznego w relacji do PKB od 2017 r. W dominującym stopniu będzie on wynikał z zakładanego przez nas umocnienia złotego oddziałującego w kierunku zmniejszenia

zadłużenia zagranicznego po przeliczeniu go na złote. W przypadku materializacji założeń makroekonomicznych przyjętych przez nas w scenariuszu bazowym, polityka fiskalna polegająca na utrzymywaniu deficytu sektora finansów publicznych równego 3% PKB nie stanowiłaby zatem ryzyka dla stabilności finansów publicznych w średnim okresie. Nie doprowadzi ona jednak do znaczącego zmniejszenia długu publicznego w relacji do PKB, które dawałoby Polsce margines bezpieczeństwa dla finansów publicznych w przypadku znaczącego, kilkuletniego pogorszenia koniunktury. Jednocześnie ze względu na silniejszy napływ środków unijnych w ramach nowej perspektywy, powinniśmy mieć do czynienia ze zmniejszeniem zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB. Fitch prognozuje jego spadek z 31,4% PKB w 2016 r. do 28,6% w 2018 r. W rezultacie, biorąc pod uwagę czynniki ryzyka dla oceny wiarygodności kredytowej Polski zarysowane w komunikacie Fitch oczekujemy, że w horyzoncie kilku kwartałów Fitch nie zmieni ratingu Polski oraz utrzyma jego stabilną perspektywę.

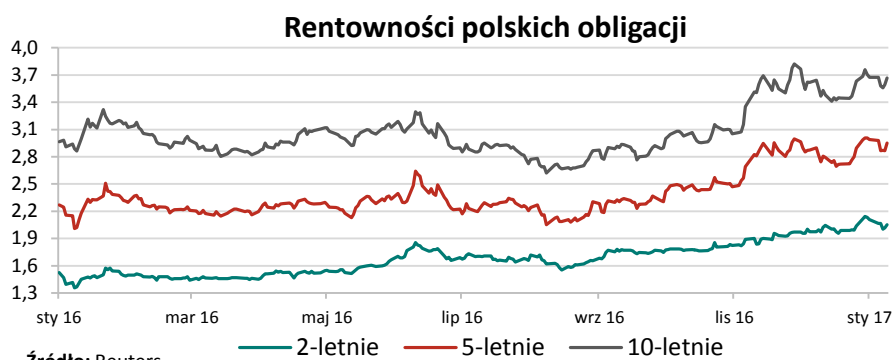
Dane z Polski mogą umocnić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3766 (osłabienie złotego o 0,6%). W poniedziałek od samego rana złoty oraz inne waluty regionu traciły na wartości. Biorąc pod uwagę brak publikacji ważnych danych makroekonomicznych tego dnia najprawdopodobniej była to korekta po utrzymującej się dwa tygodnie temu aprecjacji walut rynków wschodzących (por.

MAKROmapa z 9.12.2017). We wtorek na otwarciu złoty częściowo nadrobił straty z poprzedniego dnia i do piątku jego kurs był stabilny oscylując wokół poziomu 4,37 za euro, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. W piątek po południu mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty z uwagi na niepewność związaną z wieczorną aktualizacją ratingu Polski przez agencje Moody's i Fitch (patrz powyżej).

Piątkowe decyzje agencji ratingowych Fitch i Moody's o utrzymaniu dotychczasowej oceny wiarygodności kredytowej Polski były zgodne z oczekiwaniami rynku, a tym samym nie będą miały one naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą czwartkowe krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko pozytywny dla kursu polskiej waluty. Istotne dla złotego będzie w naszej ocenie również czwartkowe posiedzenie EBC, które będzie oddziaływało w kierunku podwyższonej zmienności jego kursu. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), dane z USA (produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę oraz indeksy Philadelphia FED i NY Empire State), a także dane z Chin (PKB w IV kw., sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inwestycje w aglomeracjach miejskich) nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Ewentualny wpływ zaplanowanego na piątek inauguracyjnego przemówienia D. Trumpa na kurs złotego zmaterializuje się w kolejnym tygodniu (patrz wyżej).


Krajowe dane w centrum uwagi polskiego rynku długu


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 2,051 (spadek o 5pb), obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,949 (spadek o 4pb), a obligacji 10-letnich nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 3,668. Od poniedziałku do środy obserwowany był spadek

rentowności polskich obligacji widoczny na całej długości krzywej w ślad za amerykańskimi obligacjami. W naszej ocenie spadek rentowności amerykańskich obligacji mógł częściowo wynikać z braku konkretnych informacji ze strony D. Trumpa dotyczących przyszłej polityki fiskalnej prowadzonej przez jego administrację, co osłabiło oczekiwania na wyższe tempo wzrostu gospodarczego oraz inflacji w USA, a w konsekwencji szybszą normalizację polityki monetarnej przez FED. W czwartek doszło do odwrócenia trendu, czemu częściowo mogła sprzyjać podwyższona niepewność na krajowym rynku długu związana z piątkową wieczorną aktualizacją ratingu Polski przez agencje Moody's i Fitch.

Piątkowe decyzje agencji ratingowych Fitch i Moody's o utrzymaniu dotychczasowej oceny wiarygodności kredytowej Polski były zgodne z oczekiwaniami rynku, w konsekwencji ich wpływ na ceny polskiego długu będzie w naszej ocenie ograniczony. W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą krajowe czwartkowe dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, których sumaryczny wpływ będzie w naszej ocenie pozytywny dla rentowności polskich obligacji. W czwartek oczekujemy również podwyższonej zmienności cen polskiego długu z uwagi na posiedzenie EBC. Pozostałe dane z polskiej gospodarki (zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) podobnie jak dane z USA (produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę oraz indeksy Philadelphia FED i NY Empire State) będą naszym zdaniem neutralne dla polskiego rynku długu. Ewentualny wpływ zaplanowanego na piątek inauguracyjnego przemówienia D. Trumpa na rentowności polskich obligacji zmaterializuje się w kolejnym tygodniu (patrz wyżej).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	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	0,0	
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	691	1392	-723	-993	-739	-445	-531	-427		
Eksport (r/r, % EUR)	10,8	-1,3	5,4	0,0	4,0	1,4	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,6		
Import (r/r, % EUR)	4,4	0,3	7,4	0,9	0,0	2,5	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,4		

* 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	
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
	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	-0,5	-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	0,2	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 16.01.2017r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Grudzień	-0,1	0,0	0,0
Wtorek 17.01.2017r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Styczeń	13,8		18,8
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	9,0	16,2	9,0
Środa 18.01.2017r.						
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-0,4	0,9	0,6
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Grudzień	75,0	75,6	75,4
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	1,1	1,1	1,1
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Grudzień	0,2	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Grudzień	0,2	0,2	0,2
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	3,1	2,9	3,1
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	4,0	3,7	4,0
Czwartek 19.01.2017r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Listopad	28,4		
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Styczeń	21,5	16,2	16,0
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Grudzień	1090	1164	1190
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Grudzień	1212	1237	1225
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Styczeń	0,00	0,00	0,00
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	6,6	6,9	6,1
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	1,7	2,5	2,6
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	3,3	3,0	1,8
Piątek 20.01.2017r.						
:	Chiny	PKB (% r/r)	IV kw.	6,7	6,7	6,7
:	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	10,8	10,9	10,7
:	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	6,2	6,1	6,1
:	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Grudzień	8,3	8,5	8,3

* 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