W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED podniesie w tym tygodniu docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25 pb do [1,25%; 1,50%]. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie grudniowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Uważamy, że prognozy będą w ograniczonym stopniu uwzględniać zmiany w polityce podatkowej USA. Oczekujemy, że prognozowane tempo wzrostu gospodarczego zostanie lekko podniesione w porównaniu do wrześniowej projekcji. Z kolei ścieżka stopy bezrobocia zostanie zrewidowana w dół, a prognoza inflacji nie ulegnie znaczącym zmianom. Projekcja najprawdopodobniej wskaże, że preferowana przez członków FED skala zacieśniania polityki pieniężnej w 2018 r. to 75 pb, a w 2019 r. to 50 pb (bez zmian w porównaniu do wrześniowej projekcji FOMC). W naszej ocenie przewidywana przez członków FED wysokość stóp procentowych w długim okresie również nie ulegnie zmianom i wyniesie 2,75%. 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.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC**. Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianom. Na konferencji mogą zostać poruszone kwestie dotyczące perspektyw polityki pieniężnej, m.in. szczegóły programu luzowania ilościowego lub potencjalne zmiany w *forward guidance*. Po posiedzeniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Uważamy, że ścieżki inflacji i tempa wzrostu gospodarczego zostaną zrewidowane w górę w porównaniu do wrześniowej prognozy. Oczekujemy, że podczas konferencji po posiedzeniu będziemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **W czwartek opublikowane zostaną grudniowe wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 57,1 pkt. w grudniu wobec 57,5 pkt. w listopadzie. Zmniejszenie wartości wskaźnika nastąpiło przy spowolnieniu tempa wzrostu aktywności gospodarczej we Francji oraz Niemczech. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że jego wartość zwiększy się do 20,7 pkt. w grudniu wobec 18,7 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 opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Uważamy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w listopadzie o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,9% w październiku, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyła się w listopadzie do 0,3% m/m z 0,2% w październiku pomimo niższej sprzedaży w branży motoryzacyjnej. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wskaźnik NY Empire State nie zmienił się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniósł 19,4 pkt. Uważamy, że publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane z chińskiej gospodarki.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 6,4% r/r w listopadzie z 6,2% w październiku, a sprzedaży detalicznej wzrosła do 10,1% r/r z 10,0%. Jednocześnie prognozujemy spadek tempa wzrostu inwestycji w aglomeracjach miejskich do 7,1% r/r w listopadzie wobec 7,3% w październiku. Dane wskażą zatem sumarycznie na nieznaczne przyspieszenie tempa wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce. Tym samym stanowią one ryzyko w górę dla naszej prognozy chińskiego PKB w IV kw. (patrz poniżej).
- **W czwartek opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 99 mln EUR wobec 100

mln EUR we wrześniu, co będzie wynikało głównie ze zwiększenia salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się w październiku do 18,9% r/r wobec 10,2% we wrześniu, a dynamika importu wzrosła do 14,8% r/r wobec 5,7%. W kierunku zwiększenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się blisko konsensusu rynkowego (165 mln EUR), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego.

- **Dzisiaj poznamy finalne dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że tempo wzrostu cen ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (2,5% r/r wobec 2,1% w październiku). Uważamy, że w kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływała wyższa dynamika cen żywności i wyższa inflacja bazowa. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

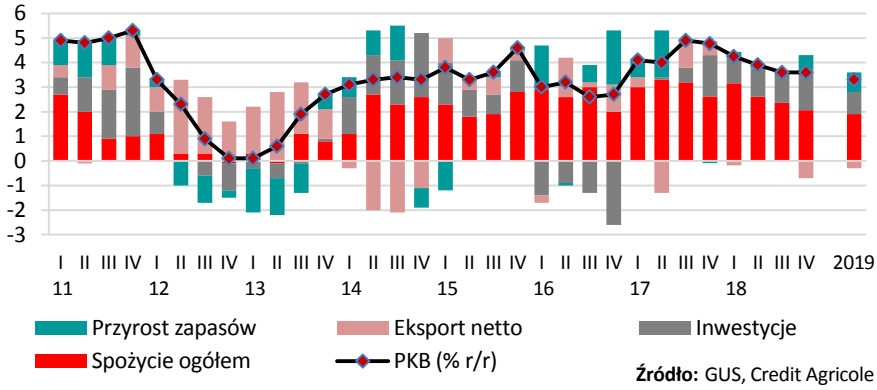
- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia było ogłoszenie przez Prawo i Sprawiedliwość decyzji o rekonstrukcji rządu.** Na jego czele stanął dotychczasowy minister rozwoju M. Morawiecki zastępując B. Szydło. Pozostałe zmiany w rządzie zostaną ogłoszone w styczniu. W naszej ocenie zmiana na stanowisku premiera poprawi efektywność zarządzania spółkami skarbu państwa, przyspieszy tempo uszczelniania systemu podatkowego oraz zwiększy prawdopodobieństwo wprowadzenia pracowniczych programów kapitałowych w 2018 r. Jednocześnie objęcie stanowiska premiera przez M. Morawieckiego zmniejsza ryzyko uchwalania regulacji niekorzystnych dla przedsiębiorców, w tym firm o udziale kapitału zagranicznego (M. Morawiecki jest autorem tzw. „Konstytucji dla biznesu"). W konsekwencji objęcie stanowiska premiera przez M. Morawieckiego będzie lekko pozytywne dla wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę dotychczasowy kluczowy wpływ M. Morawieckiego na politykę gospodarczą rządu, nie należy oczekiwać aby inicjowane przez niego korekty tej polityki były znaczące. Naszym zdaniem informacja o rekonstrukcji rządu jest lekko pozytywna dla złotego i cen polskiego długu.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych na ubiegłotygodniowym posiedzeniu (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Rada oceniła, że w horyzoncie projekcji inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. Podtrzymała jednocześnie swoją ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Nową informacją umieszczoną w komunikacie jest stwierdzenie, że w ocenie Rady w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, choć w kolejnych latach oczekiwać można pewnego obniżenia się dynamiki PKB. W efekcie nastawienie RPP nie uległo istotnym zmianom w porównaniu z listopadem br. Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Rada podjęła decyzję o obniżeniu wysokości oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej od 1 stycznia 2018 r. z 1,35% do 0,50%. Prezes NBP A. Glapiński zaznaczył, że ta decyzja ma charakter techniczny, polegający na zrównaniu oprocentowania rezerw ze stopą depozytową. Szacujemy, że w wyniku tej decyzji roczne przychody sektora bankowego z oprocentowania rezerwy obniżą się o ok. 360 mln zł., co jest kwotą nieznaczną w stosunku do wyniku finansowego brutto sektora (mniej niż 2% wyniku zrealizowanego w 2016 r.). W konsekwencji, wpływ tej decyzji na kapitały banków i – pośrednio – na podaż kredytu i popyt w gospodarce – nie będzie istotny (por. MAKROpuls z 05.12.2017). Na konferencji po posiedzeniu Rady A. Glapiński podtrzymał wyrażany w ostatnich miesiącach pogląd, zgodnie z którym stopy NBP powinny pozostać na obecnym poziomie do końca 2018 r. Jego oceny nie zmieniają (a nawet "umacniają") opublikowane w ostatnich tygodniach lepsze od oczekiwań rynkowych dane makroekonomiczne (m.in. PKB i inflacja). Swoje stanowisko uzasadnił m.in. nienarastającą presją płacową, spadkiem dynamiki jednostkowych kosztów płacy, niskim poziomem inflacji

bazowej i zewnętrznym charakterem wzrostu inflacji ogółem. Podkreślił również, że zaobserwowane w ciągu ostatniego roku umocnienie złotego prowadzi do zacieśnienia polityki pieniężnej. Wypowiedzi A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego w dół scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe zostaną podniesione dopiero w lipcu 2019 r.(patrz poniżej).

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w listopadzie o 221 tys. wobec wzrostu o 247 tys. w październiku (rewizja w dół z 261 tys.), co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 200 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+54,0 tys.), usługach biznesowych (+46,0 tys.) oraz w przetwórstwie (+31,0 tys.). Spadek zatrudnienia odnotowano natomiast w przypadku usług informatycznych (-4,0 tys.) oraz dostawy mediów (-0,2 tys.). Stopa bezrobocia w listopadzie nie zmieniła się w porównaniu do października i wyniosła 4,1%, kształtując się wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,6%, por. MAKROmapa z 25.09.2017). Współczynnik aktywności zawodowej w listopadzie nie zmienił się w porównaniu do października i wyniósł 61,7%. Zwiększyła się roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego, która wyniosła w listopadzie 2,5% wobec 2,3% w październiku. Wraz z dalszą poprawą sytuacji na amerykańskim rynku pracy oczekujemy kontynuacji wzrostu rocznej dynamiki wynagrodzenia godzinowego. Wsparciem dla takiej oceny są raporty firm rekrutacyjnych o narastaniu presji płacowej z uwagi na niedobór pracowników. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM poza przetwórstwem zmniejszył się w listopadzie do 57,4 pkt. wobec 60,1 pkt. w październiku. Jego spadek wynikał z obniżenia wkładów wszystkich czterech jego składowych (dla aktywności biznesowej, nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw). Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w grudniu do 96,8 pkt. wobec 98,5 pkt. w listopadzie. Zmniejszenie indeksu wynikało ze spadku jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny efekt miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w IV kw. do 2,6% wobec 3,3% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka niemieckiego handlu zagranicznego zmniejszyła się w październiku do 19,8 mld EUR wobec 21,9 mld we wrześniu. Miesięczna dynamika eksportu w październiku nie zmieniła się w porównaniu do września i wyniosła -0,4%, podczas gdy miesięczna dynamika importu wzrosła do 1,8% wobec -1,1%. W październiku odnotowano także spadek miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej, która wyniosła -1,4% wobec -0,9% we wrześniu. Jej obniżenie wynikało z niższej dynamiki produkcji w budownictwie oraz w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny efekt miało jej zwiększenie w energetyce. Obniżenie miesięcznej dynamiki odnotowały również zamówienia w przemyśle, które zwiększyły się w październiku o 0,5% m/m wobec wzrostu o 1,2% we wrześniu. Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym kwartalna dynamika niemieckiego PKB w IV kw. wzrośnie do 0,9% wobec 0,8% w III kw.
- **Nadwyżka w chińskim bilansie handlowym zwiększyła się w listopadzie do 40,2 mld USD wobec 38,2 mld USD w październiku.** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w listopadzie do 12,3% r/r wobec 6,9% w październiku, a dynamika importu wzrosła do 17,7% wobec 17,2%. Ubiegłotygodniowe dane z chińskiej gospodarki są spójne z naszym scenariuszem ożywienia w handlu światowym. Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się w IV kw. do 6,7% r/r, a w całym 2017 r. zwiększy się do 6,8% wobec 6,7% w 2016 r.
- **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 przewiduje wzrost deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB z 1,8% w 2017 r. do 2,3% w 2018 r. oraz 2,5% w 2019 r. W ocenie agencji wzrost deficytu będzie związany z kosztem obniżenia wieku emerytalnego oraz zwiększeniem inwestycji publicznych. Agencja prognozuje, że dług publiczny w 2017 r. wyniesie 53,1% na koniec 2017 r., a w kolejnych latach będzie stopniowo spadał osiągając 52,0% w 2019 r. Agencja odnotowała ponadto, że napięte relacje pomiędzy Polską i krajami UE mogą ograniczyć napływ środków unijnych w kolejnej perspektywie finansowej UE, co miałoby niekorzystny wpływ na sytuację gospodarczą i finanse publiczne w Polsce. W komunikacie podkreślono jednak, że obecny rating nie uwzględnia tego co wydarzy się po 2021 r. Podtrzymujemy ocenę, że w horyzoncie kilku kwartałów agencja nie zmieni ratingu Polski oraz utrzyma jego stabilną perspektywę. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Prognozy na lata 2017-2019



Źródło: GUS, Credit Agricole

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 2017 r. wyniesie 4,5% r/r (4,1% przed rewizją), w 2018 r. będzie równe 3,8% (bez zmian w porównaniu do poprzedniej prognozy) i w 2019 r. spadnie do 3,3%.

Rewizja w górę prognozowanego przez nas tempa wzrostu PKB w 2017 r. jest głównie podyktowana podniesieniem punktu startowego prognozy, tj. wyraźnie wyższym od naszych oczekiwań tempem wzrostu gospodarczego w III kw. br. (por. MAKROpuls z 30.11.2017). Ponadto wkład eksportu netto do wzrostu PKB w III kw. – związany z zaskakującym spowolnieniem dynamiki importu – był wyraźnie wyższy od naszych oczekiwań. Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach ścieżka dynamiki importu ukształtuje się na niższym poziomie niż w naszej wrześniowej prognozie, co będzie pozytywne dla wzrostu gospodarczego. Jednocześnie podnieśliśmy założone w prognozie tempo wzrostu PKB w strefie euro w latach 2017-2018, co również będzie pozytywne dla aktywności gospodarczej w Polsce.

Główne tendencje dotyczącego wzrostu gospodarczego w naszym scenariuszu nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do ostatniej prognozy. W kolejnych kwartałach będziemy mieli do czynienia z coraz większą absorbcją środków unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej. Stopniowo będą uruchamiane kolejne projekty inwestycyjne finansowane z budżetów jednostek samorządów terytorialnych, budżetu centralnego, Krajowego Funduszu Drogowego oraz przedsiębiorstw kontrolowanych przez sektor publiczny. Obserwowane w ostatnich miesiącach opóźnienia w realizacji inwestycji publicznych przyczynią się naszym zdaniem do ich kumulacji na przełomie lat 2017 i 2018. W efekcie uważamy, że szczyt dynamiki inwestycji ogółem przypadnie na I poł. 2018 r. Jest to spójne z wynikami naszej analizy dotyczącej doświadczeń związanych z absorbcją środków w ramach perspektywy finansowej 2007-2013 (por. MAKROmapa z 23 października 2017). Szczyt dynamiki wartości wniosków o płatność w ramach programu operacyjnego przypadł wtedy na piaty rok trwania perspektywy. Zakładając, że absorbcja środków w ramach obecnej perspektywy finansowej będzie miała podobny przebieg, dynamika inwestycji publicznych będzie najprawdopodobniej najwyższa w 2018 r. W

II poł. 2018 r. i 2019 r. będziemy mogli zaobserwować spadkową fazę inwestycji przedsiębiorstw i publicznych, co przyczyni się do spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2019 r. Pomimo ożywienia inwestycji w I poł. 2018 r., głównym motorem wzrostu gospodarczego w całym horyzoncie prognozy pozostanie konsumpcja prywatna.

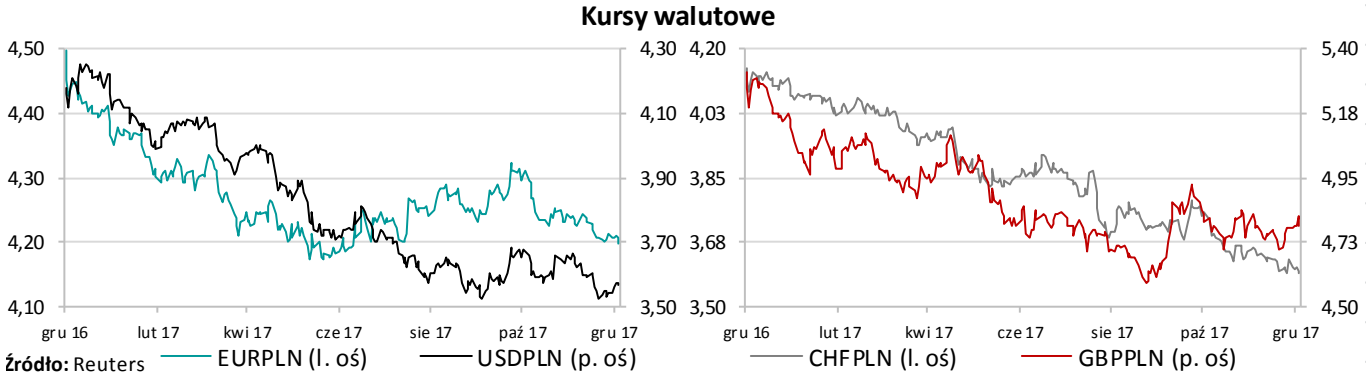
W najbliższych kwartałach będziemy obserwowali dalsze narastanie presji płacowej i wzrost dynamiki nominalnych wynagrodzeń do 6,4% r/r w 2018 r. i 6,5% w 2019 r. wobec 5,0% w br. Podwyżki wynagrodzeń tylko w ograniczonym stopniu przyczynią się do szybszego wzrostu realnej konsumpcji ze względu na wolniejszy wzrost liczby etatów. Rosnące trudności przedsiębiorstw ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą ograniczały wzrost zatrudnienia poza rolnictwem (0,6% r/r w 2018 r. i 0,0% w 2019 r. wobec 2,0% w 2017 r.). Lekkim wsparciem dla wzrostu realnej konsumpcji w 2018 r. będzie nieznacznie niższa inflacja.

Zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę inflacji (do 2,0% r/r w 2017 r., 1,7% w 2018 r. i 2,0% w 2019 r.). W ostatnich miesiącach inflacja kształtowała się powyżej naszych oczekiwań ze względu na wyższe dynamiki cen żywności i nośników energii (opał). Takie uwarunkowania oddziałują na profil inflacji w 2018 r. w dwojaki sposób. Po pierwsze, przyczyniają się one do podwyższenia średniorocznego tempa wzrostu cen (wyższy punkt startowy). Po drugie, ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy przyczyniają się one do obniżenia inflacji w IV kw. 2018 r. Ponadto uważamy, że dynamika cen żywności osiągnie swoje maksimum lokalne w IV kw. br. W I kw. 2018 r. tempo wzrostu cen żywności zacznie się obniżać ze względu na prognozowany przez nas spadek cen produktów mlecznych (kontynuacja spadkowej fazy cyklu na rynku mleka), mięsa (kontynuacja spadkowej fazy cyklu na rynku wieprzowiny) oraz jaj (osłabienie popytu na polski eksport związanego z wykryciem fipronilu w jajach w Europie Zachodniej). Dodatkowo w kierunku zmniejszenia rocznej dynamiki cen żywności oddziaływać będzie niższe tempo wzrostu cen warzyw z uwagi na efekty wysokiej bazy sprzed roku związane ze stratami mrozowymi na południu Europy. Czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia inflacji żywności będzie również prognozowany przez nas spadek cen cukru, będący konsekwencją zniesienia kwot cukrowych. Od II kw. inflację żywności obniżać będą również efekty wysokiej bazy w przypadku cen owoców, związane z tegorocznymi wiosennymi przymrozkami. W efekcie uważamy, że przez cały 2017 r. roczna dynamika cen żywności będzie kształtować się w trendzie spadkowym i w IV kw. obniży się ona do -0,1% r/r. Prognozujemy, że deflacja wystąpi w kategoriach „mleko, sery, jaja", „oleje i tłuszcze", „owoce" oraz „cukier". Dodatkowo oczekujemy, że brak wyraźnego wzrostu cen ropy przy jednoczesnym umocnieniu złotego względem dolara będzie miał negatywny wpływ na dynamikę cen paliw w całym horyzoncie prognozy. Tendencji spadkowych w przypadku dynamiki cen żywności i paliw nie skompensuje w pełni stopniowy wzrost inflacji bazowej do 1,8% w IV kw. 2018 r. i 2,2% średniorocznie w 2019 r. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki uważamy, że w IV kw. 2018 r. inflacja CPI osiągnie minimum lokalne na poziomie równym 1,2% r/r.

Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w warunkach inflacji kształtującej się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP nie zdecyduje się na podniesienie stóp procentowych w listopadzie 2018 r. Opublikowana wówczas projekcja inflacji najprawdopodobniej nie wskaże również na osiągnięcie celu w ciągu najbliższych kwartałów. W efekcie przesunęliśmy w czasie prognozowaną przez nas pierwszą podwyżkę stóp procentowych na lipiec 2019 r. Podwyżka ta będzie miała charakter dostosowawczy i będzie podyktowana potrzebą normalizacji polityki pieniężnej w warunkach oczekiwanego kształtowania się inflacji w pobliżu celu. Nasza prognoza jest spójna ze scenariuszem polityki pieniężnej EBC. Oczekujemy bowiem, że pierwsza podwyżka w strefie euro nastąpi w połowie 2019 r. Wcześniejsze podwyżki stóp przez RPP mogłyby przyczynić się do silnego umocnienia kursu złotego, co miałoby negatywny wpływ na aktywność gospodarczą i tempo wzrostu cen w Polsce.

Powyższy scenariusz makroekonomiczny uwzględnia ogłoszenie w ubiegłym tygodniu przez Prawo i Sprawiedliwość decyzji o rekonstrukcji rządu i objęcie stanowiska premiera przez M. Morawieckiego. Uważamy, że taka zmiana personalna będzie lekko pozytywna dla wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę dotychczasowy kluczowy wpływ M. Morawieckiego na politykę gospodarczą rządu, nie należy oczekiwać aby inicjowane przez niego korekty tej polityki były znaczące (patrz powyżej).

Reforma podatkowa w USA wsparciem dla dolara



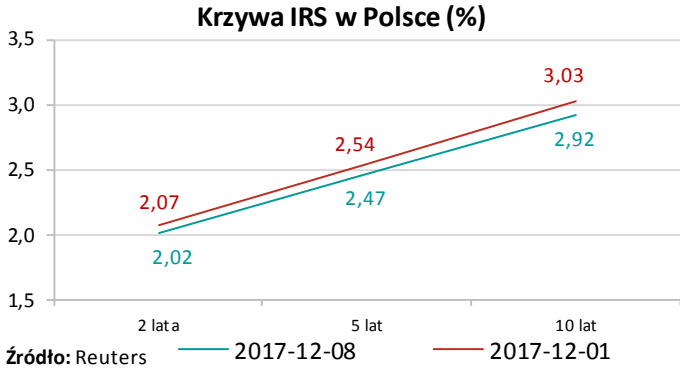
Źródło: Reuters

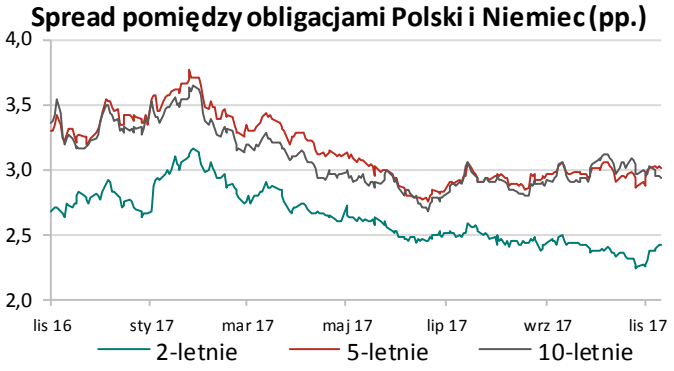
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1987 (umocnienie złotego o 0,3%). W poniedziałek złoty nieznacznie się umacniał, co było korektą po jego osłabieniu w piątek dwa tygodnie temu. Po południu polska waluta zaczęła jednak tracić na wartości w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Mimo opublikowanych dwa tygodnie temu wyższych od konsensusu krajowych danych o inflacji oraz PKB część inwestorów spodziewała się bowiem utrzymania gołębiego nastawienia Rady. Wydźwięk komunikatu po wtorkowym posiedzeniu jak również wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego okazały się jeszcze bardziej gołębie od oczekiwań, co doprowadziło do dalszego osłabienia złotego. W środę złoty kontynuował swoją deprecjację. W czwartek obserwowana była korekta wspierana przez spadek światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej obniżeniem indeksu VIX. W piątek rano doszło do dalszej aprecjacji złotego w reakcji na decyzję Prawa i Sprawiedliwości o rekonstrukcji rządu, na czele którego stanął M. Morawiecki zastępując B. Szydło. Opublikowane po południu dane z amerykańskiego rynku pracy miały ograniczony wpływ na rynek.

Przez cały ubiegły tydzień złoty tracił względem dolara, co związane było większym spadkiem kursu EURUSD od umocnienia złotego względem euro. Dolar umacniał się względem euro w oczekiwaniu na wprowadzenie reformy sytemu podatkowego w USA. Mimo, iż Senat dwa tygodnie temu przyjął reformę podatkową, jej ostateczny kształt musi być jeszcze uzgodniony z Izbą Reprezentantów. Dopiero wtedy zostanie ona skierowana do podpisu przez D. Trumpa.

Opublikowana w piątek po zamknięciu rynków decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski na dotychczasowym poziomie (A-) oraz jego stabilnej perspektywy jest neutralna dla polskiej waluty. W tym tygodniu istotne dla złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może oddziaływać w kierunku jego podwyższonej zmienności. W czwartek kurs polskiej waluty może charakteryzować się podwyższoną zmiennością z uwagi na posiedzenie EBC. Krajowe finalne dane o inflacji oraz bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego. Ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty będą miały również dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa i indeks NY Empire State), wyniki badań koniunktury w strefie euro (wstępne indeksy PMI, indeks ZEW dla Niemiec), a także dane z Chin (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich).

Posiedzenie FED w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 2,020 (spadek o 5pb), 5-letnie do poziomu 2,470 (spadek o 7pb), a 10-letnie obniżyły się do poziomu 2,920 (spadek o 10pb). W poniedziałek i we wtorek obserwowany był spadek stawek IRS, gdyż na rynku długu dominowały oczekiwania na gołębią retorykę RPP, mimo opublikowanych dwa tygodnie temu wyższych od konsensusu krajowych danych o inflacji oraz PKB. Bardziej gołębi od oczekiwań inwestorów wydźwięk komunikatu po posiedzeniu jak również wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego oddziaływały w środę w kierunku dalszego spadku stawek IRS. W czwartek i piątek stawki IRS ustabilizowały się. Wpływ piątkowych danych z amerykańskiego rynku pracy na stawki IRS był ograniczony.

Opublikowana w piątek po zamknięciu rynków decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski na dotychczasowym poziomie (A-) oraz jego stabilnej perspektywy jest neutralna dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Podobny efekt będzie miało naszym zdaniem zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Krajowe dane o finalnej inflacji oraz bilansie płatniczym nie spotkają się w naszej ocenie z reakcją rynku. Neutralne dla stawek IRS będą naszym zdaniem również dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa i indeks NY Empire State) oraz wyniki badań koniunktury w strefie euro (wstępne indeksy PMI, indeks ZEW dla Niemiec).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 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*	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	**4,19**
Kurs USDPLN*	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	**3,52**
Kurs CHFPLN*	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,59	**3,61**
Inflacja CPI (r/r, %)	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	**2,3**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	**0,8**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	6,2	8,7	4,3	12,3	**7,8**	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	**2,3**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	**6,5**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	**6,9**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	**4,3**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,2	8,2	8,5	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	**6,7**	
Saldo ROB (mln EUR)	-97	-106	2548	-514	-405	459	-297	-1114	-491	-80	-100	**-99**		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,3	9,0	15,1	6,4	19,7	2,5	18,5	6,5	12,4	12,1	10,2	**18,9**		
Import (r/r, %, EUR)	5,2	9,8	16,0	10,5	19,8	3,8	20,4	13,0	12,8	7,6	5,7	**14,8**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2017				2018				2017	2018	2019
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		4,1	4,0	4,9	4,8	4,2	3,9	3,6	3,6	4,5	3,8	3,3
Konsumpcja (%, r/r)		4,7	4,9	4,8	4,3	4,2	3,9	3,5	3,8	4,7	3,9	3,0
Inwestycje (%, r/r)		-0,5	0,9	3,3	6,9	8,6	7,2	7,2	6,6	3,6	7,2	5,0
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		9,6	3,1	7,6	7,5	5,6	6,5	6,6	6,2	7,0	6,2	5,0
Import (ceny stałe, %, r/r)		9,7	6,0	5,7	6,9	6,4	7,1	7,2	8,2	7,1	7,2	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,9	2,9	2,9	2,1	2,7	2,3	2,1	1,9	2,7	2,3	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,1	0,6	1,7	1,0	1,2	1,2	1,6	0,6	1,4	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,4	-1,3	1,1	0,6	-0,2	0,0	0,0	-0,7	0,2	-0,2	-0,3
Saldo obrotów bieżących***		0,1	-0,5	0,0	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7
Stopa bezrobocia (%)**		8,0	7,0	6,8	6,9	7,0	6,4	6,5	6,7	6,9	6,7	6,7
Zatrudnienie poza rolnict. (%r/r)		2,1	2,4	1,8	1,6	1,2	0,7	0,4	0,3	2,0	0,6	0,0
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		4,1	5,0	4,9	5,9	6,8	5,8	6,1	6,8	5,0	6,4	6,5
Inflacja CPI (%)*		2,0	1,8	1,9	2,3	1,8	1,9	2,0	1,2	2,0	1,7	2,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,98
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
EURPLN**		4,23	4,23	4,31	4,19	4,17	4,14	4,12	4,10	4,19	4,10	4,15
USDPLN**		3,97	3,70	3,65	3,52	3,50	3,42	3,35	3,28	3,52	3,28	3,24

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 11.12.2017r.				
14:00	**Polska**	**Inflacja CPI (%r/r)**	**Listopad**	**2,5**	**2,3**	**2,4**
		Wtorek 12.12.2017r.				
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	18,7	20,7	17,4
14:00	**Polska**	**Inflacja bazowa (%r/r)**	**Listopad**	**0,8**	**0,8**	**0,9**
		Środa 13.12.2017r.				
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	1,6		
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-0,6		0,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,1	0,4	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,2	0,2	0,2
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	1,25	1,50	1,50
		Czwartek 14.12.2017r.				
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	10,0	10,1	10,2
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	6,2	6,4	6,0
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	7,3	7,1	7,2
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	62,5	61,5	62,0
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	-0,75		-0,75
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	56,2	55,7	56,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	60,1	59,6	59,6
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	57,5	57,1	57,2
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	0,50	0,50	0,50
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	0,00	0,00	0,00
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Październik**	**-100**	**-99**	**165**
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,2	0,3	0,3
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	53,9		54,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,0		-0,1
		Piątek 15.12.2017r.				
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	19,4	19,4	18,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	0,9	0,4	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Listopad	77,0	77,2	77,2

* 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
Starszy 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.