W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 7,8% r/r w listopadzie wobec 12,3% w październiku w wyniku oddziaływania niekorzystnych efektów kalendarzowych. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej obniżyło się naszym zdaniem do 6,5% r/r w listopadzie wobec 8,0% w październiku ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy w przypadku niektórych kategorii. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko negatywny dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** W czwartek zostanie opublikowany finalny szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zmieniło się w porównaniu do drugiego szacunku i wyniosło 3,3%. W piątek poznamy wstępne listopadowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zwiększyły się one o 3,0% m/m wobec spadku o -0,8% w październiku (efekt wyższych zamówień w firmie Boeing). Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą wysokie odczyty dotyczące rozpoczętych budów domów (1240 tys. w listopadzie wobec 1290 tys. w październiku), pozwoleń na budowę (1270 tys. wobec 1316 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,50 mln wobec 5,48 mln). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 20,0 pkt. w grudniu wobec 22,7 pkt. w listopadzie. W piątek opublikowany zostanie finalny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 98,5 pkt. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego.** Oczekujemy, że zwiększył się on w grudniu do 118,0 pkt. wobec 117,5 pkt. w listopadzie. Uważamy, że jego publikacja będzie neutralna dla rynku.
- **Dzisiaj poznamy listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się w listopadzie do 4,3% r/r wobec 4,4% w październiku. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się w listopadzie do 6,9% r/r wobec 7,4% w październiku, ze względu na ustąpienie efektu wypłat odpraw w październiku przy skorzystaniu przez niektóre osoby z uzyskanego prawa do emerytury w związku z obniżeniem w wieku emerytalnego. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie FOMC.** Docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej został podniesiony o 25 pb do [1,25%; 1,50%], co było zgodne z naszymi oczekiwaniami oraz konsensusem rynkowym. 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 zwiększyło się oczekiwane tempo wzrostu PKB i wynosi ono 2,5% w 2017 r. (2,4% we wrześniowej projekcji), 2,5% w 2018 r. (2,1%), 2,1% w 2019 r. (2,0%), 2,0% w 2020 r. (1,8%) oraz 1,8% w długim okresie (1,8%). Nieznacznie obniżyła się oczekiwana ścieżka stopy bezrobocia. Obecnie mediana oczekiwań na

IV kw. 2017 r. wynosi 4,1% (4,3%), 3,9% w IV kw. 2018 r. i 2019 r. (4,1%) oraz 4,0% w IV kw. 2020 r. (4,2%). Utrzymany został natomiast szacunek naturalnej stopy bezrobocia (4,6%). Oczekiwana ścieżka inflacji PCE nie zmieniła się znacząco w porównaniu do wrześniowej projekcji i wynosi 1,7% w 2017 r. (1,6%), 1,9% w 2018 r. (1,9%), 2,0% w 2019 r. oraz 2,0% w 2020 r. (2,0%). Mediana oczekiwań członków FOMC, podobnie jak we wrześniowej projekcji wskazuje, że cel inflacyjny zostanie osiągnięty w 2019 r. Ścieżka stopy oprocentowania funduszy federalnych oczekiwana przez członków FOMC pozostała na poziomie zbliżonym do wrześniowej projekcji. Obecnie mediana oczekiwań dotyczących wysokości stóp procentowych na koniec 2018 r. wynosi 1,4% (1,4%), 2,1% na koniec 2018 r. (2,1%), 2,7% na koniec 2019 r. (2,9%), 3,1% na koniec 2020 r. (2,9%) oraz 2,8% w długim okresie (2,8%). Mimo niewielkich zmian w medianie oczekiwań członków FOMC dotyczących ścieżki stóp procentowych, wykres punktowy wskazuje na wyraźnie większe, w porównaniu do wrześniowej projekcji, zróżnicowanie ich opinii. W naszej ocenie, napływające w kolejnych miesiącach dane o inflacji nie będą wystarczającym uzasadnieniem dla oczekiwanej w grudniowej projekcji skali zacieśniania polityki monetarnej w 2018 r. (o 75 pb). Tym samym prognozujemy, że skala podwyżek stóp procentowych w 2018 r. będzie niższa od oczekiwań członków FOMC i wyniesie 50 pb.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w listopadzie o 0,2% m/m wobec wzrostu o 1,2% w październiku. Obniżenie tempa wzrostu produkcji przemysłowej wynikało ze zmniejszenia jej miesięcznej dynamiki w przetwórstwie oraz dostarczaniu mediów, podczas gdy przeciwny wpływ miało zwiększenie dynamiki produkcji w górnictwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w listopadzie do 77,1% wobec 77,0% w październiku. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane dotyczące sprzedaży detalicznej, która wzrosła w listopadzie o 0,8% m/m wobec wzrostu o 0,5% w październiku. Zwiększenie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej wynikało z jej wyższej miesięcznej dynamiki m.in. w kategoriach „elektronika" oraz „paliwa". Bez uwzględnienia samochodów, sprzedaż detaliczna zwiększyła się w listopadzie o 1,0% m/m wobec wzrostu o 0,4% w październiku. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji CPI, która zwiększyła się w listopadzie do 0,4% m/m wobec 0,1% m/m w październiku (2,2% r/r w listopadzie wobec 2,0% w październiku). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen paliw (7,3% m/m w listopadzie wobec -2,4% w październiku). Inflacja bazowa zmniejszyła się w listopadzie do 0,1% m/m wobec 0,2% w październiku (1,7% r/r wobec 1,8%), do czego przyczyniła się niższa dynamika cen w kategorii „zdrowie", „meble" oraz „bilety lotnicze". W ubiegłym tygodniu na obniżenie tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie wskazał indeks NY Empire State (18,0 pkt. w grudniu wobec 19,4 pkt. w listopadzie). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w IV kw. do 2,6% wobec 3,3% w IV kw.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC, na którym utrzymane zostały dotychczasowe parametry polityki monetarnej.** Zgodnie z komunikatem, EBC oczekuje, że stopy procentowe zostaną najprawdopodobniej utrzymane na obecnym poziomie przez dłuższy okres, znacząco przekraczający horyzont programu skupu aktywów (tzw. *forward guidance*). Niezmieniony został fragment mówiący, że EBC jest gotów zwiększyć skalę lub wydłużyć horyzont programu skupu aktywów. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały wyniki grudniowej projekcji ekonomicznej. Ścieżka inflacji została nieznacznie zrewidowana w górę względem wrześniowej projekcji, z uwagi na wzrost cen paliw oraz żywności. EBC obecnie prognozuje, że inflacja w strefie euro w 2017 r. wyniesie 1,5% (1,5% we wrześniowej projekcji), 1,4% w 2018 r. (1,2%) oraz 1,5% w 2019 r. (1,5%) oraz 1,7% w 2020 r. W górę zrewidowane zostały również prognozy PKB, który zgodnie z grudniową projekcją w 2017 r. zwiększy się o 2,4% (2,2%), w 2018 r. o 2,3% (1,8%), w 2019 r. 1,9% (1,7%), a w 2020 r. o 1,7%. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi powiedział, że „ryzyko deflacyjne w strefie euro

zniknęło", a EBC jest o wiele bardziej spokojny o perspektywy gospodarcze niż dwa miesiące temu. Odnosząc się do przyszłości rozszerzonego programu skupu aktywów powiedział, że „w EBC nigdy nie dyskutowano jego nagłego ograniczenia z 30 mld EUR miesięcznie do zera". Wypowiedzi M. Drahiego oraz wyniki grudniowej projekcji ekonomicznej stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w czerwcu lub w lipcu 2018 r. EBC wydłuży pogram skupu aktywów do grudnia 2018 r., ograniczając jego skalę do 15 mld EUR począwszy od września 2018 r. Jednocześnie oczekujemy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych (stopy depozytowej) nastąpi we wrześniu 2019 r., a główna stopa procentowa zostanie podniesiona w grudniu 2019 r.

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne grudniowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zwiększył się w grudniu do 58,0 pkt. wobec 57,5 pkt. listopadzie. Na wzrost wskaźnika złożyła się wyższa wartość indeksu w Niemczech (58,7 pkt. w grudniu wobec 57,3 pkt. w listopadzie) oraz jego nieznaczne obniżenie we Francji (60,0 pkt. wobec 60,3 pkt.). Poprawa koniunktury w Niemczech wynikała ze wzrostu składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie jaki i aktywności biznesowej w sektorze usług. Pogorszenie koniunktury we Francji było efektem obniżenia składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem odnotowano nieznaczną poprawę koniunktury. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa do najwyższego poziomu w historii. Do jego zwiększenia przyczyniły się składowe zarówno dla bieżącej produkcji jak i nowych zamówień. Stanowi to wsparcie dla popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych. Prognozujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększy się w IV kw. do 0,7% wobec 0,6% w III kw.
- **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 znalazł się zapis, zgodnie z którym od ostatniego posiedzenia doszło do osłabienia franka szwajcarskiego względem euro oraz dolara, co związane było z odpływem kapitału z tzw. „safe haven". Niemniej jednak SNB nadal uważa, że kurs franka szwajcarskiego jest wysoki. W efekcie konieczne jest utrzymanie ujemnych stóp procentowych oraz gotowości do interwencji walutowych w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Na konferencji po posiedzeniu zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej zrewidowana w górę w porównaniu do wrześniowej projekcji, głównie ze względu na wyższe ceny ropy naftowej oraz deprecjację franka szwajcarskiego. Zgodnie z wrześniową projekcją inflacja wyniesie 0,5% w 2017 r. (wobec 0,4% we wrześniowej projekcji), 0,7% w 2018 r. (0,4%) oraz 1,1% w 2019 r. (1,1%). Projekcja wskazuje również, że w III kw. 2020 r. inflacja wyniesie 2,1% r/r przekraczając cel inflacyjny SNB (poniżej 2% rocznie). Decyzja SNB oraz komunikat po posiedzeniu są spójne z naszym scenariuszem dla EURCHF i EURPLN, zgodnie z którym kurs CHFPLN wyniesie 3,45 na koniec 2018 r.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w listopadzie do 2,5% r/r wobec 2,1% w październiku, osiągając tym samym cel inflacyjny RPP.** Wzrost inflacji w listopadzie wynikał z wyższej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, paliw oraz inflacji bazowej, która zwiększyła się w listopadzie do 0,9% r/r wobec 0,8% (por. MAKROpuls z 11.12.2017). Uważamy, że inflacja osiągnęła cel inflacyjny RPP tylko przejściowo. W kolejnych miesiącach oczekujemy spadku dynamiki cen żywności oraz paliw przy umiarkowanym wzroście inflacji bazowej. W efekcie prognozujemy, że inflacja w 2018 r. zmniejszy się do 1,7% w 2018 r. wobec 2,0% w 2017 r. (por. MAKROmapa z 11.12.2017).
- **W październiku odnotowano nadwyżką na polskim rachunku obrotów bieżących w wysokości 575 mln EUR wobec deficytu 100 mln EUR we wrześniu.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów pierwotnych i usług (odpowiednio o 579

mln EUR oraz 297 mln EUR wyższe niż we wrześniu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały niższe salda obrotów towarowych i dochodów wtórnych (o 167 mln EUR i 34 mln EUR niższe niż we wrześniu). Dynamika eksportu zwiększyła się w październiku do 15,4% r/r wobec 10,2% we wrześniu, a dynamika importu wzrosła do 12,9% wobec 5,7%, co w znacznym stopniu wynikało z efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się w IV kw. do -0,5% wobec 0,0% w III kw.

- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, zmniejszył się w grudniu do 17,4 pkt. wobec 18,7 pkt. w listopadzie.** Zgodnie z treścią komunikatu do nieznacznego pogorszenia nastrojów przyczyniła się podwyższona niepewność dotycząca utworzenia rządu w Niemczech (por. MAKROmapa z 20.11.2017). Choć respondenci ankiety uważają, że nie ma ona istotnego znaczenia dla perspektyw gospodarczych w Niemczech to może mieć ona negatywny wpływ na negocjacje w sprawie Brexitu oraz reformy w UE. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym kwartalna dynamika niemieckiego PKB w IV kw. wzrośnie do 0,9% wobec 0,8% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w listopadzie do 6,1% r/r wobec 6,2% w październiku, sprzedaży detalicznej wzrosła do 10,2% wobec 10,0%, a inwestycji w aglomeracjach miejskich spadła do 7,2% wobec 7,3%. Dane wskazały tym samym sumarycznie na nieznaczne zmniejszenie tempa wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce w listopadzie. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym roczna dynamika PKB w Chinach obniży się w IV kw. do 6,7% wobec 6,8% w III kw. W efekcie prognozujemy, że w całym 2017 r. PKB w Chinach zwiększy się o 6,8% wobec wzrost o 6,7% w 2016 r.

Kraje CE-3: silna konsumpcja i przyspieszenie inwestycji

W MAKROmapie z 11.12.2017 zaprezentowaliśmy nasz średnioterminowy scenariusz dla Polski. Poniżej przedstawiany w skróconej formie nasze prognozy na lata 2017-2019 dla innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii.

Czechy

Tempo wzrostu PKB w Czechach ukształtowało się na poziomie 5,0% r/r w III kw. wobec 4,7% w II kw. Czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy był wyższy wkład zapasów. Z kolei niższy wkład eksportu netto ograniczał skalę ożywienia. Kontrybucje pozostałych składowych wzrostu gospodarczego nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do II kw. W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymywania się relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego wspieranego przez konsumpcję prywatną (wynikającą z poprawy na rynku pracy, podwyżek płac w sektorze publicznym oraz wyższych świadczeń socjalnych) i inwestycje (coraz większa absorbcja środków unijnych). Dobra koniunktura w strefie euro będzie sprzyjała wzrostowi eksportu. W 2019 r. rosnące ograniczenia podażowe przyczynią się do spowolnienia wzrostu PKB do 3,0% r/r wobec 3,2% w 2018 r. i 4,4% w 2017 r.

Rosnące trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników przyczynią się do obniżenia tempa wzrostu zatrudnienia oraz dalszego wzrostu wynagrodzeń. Wzrost wynagrodzeń w czeskiej gospodarce będzie wspierany również przez zwiększenie płacy minimalnej o 10,9% z początkiem 2018 r. W IV kw. 2018 r. wygasną pozytywne efekty podwyżek płac pracowników strefy budżetowej na dynamikę wynagrodzeń. Wyższe koszty pracy będą oddziaływały w kierunku wzrostu inflacji. Inflacja ukształtowała się na poziomie równym 2,6% r/r w listopadzie wobec 2,9% w październiku. Uważamy, że w październiku

inflacja osiągnęła swoje maksimum lokalne, jednak oczekujemy, że będzie ona kształtowała się powyżej celu CNB (2,0%) przez większość 2018 r. Tempo wzrostu cen będzie ograniczane przez tendencje cykliczne obserwowane na światowych rynkach żywności (por. AGROmapa z 14.12.2017). Oczekujemy, że od przełomu 2018 r. i 2019 r. tempo wzrostu cen będzie kształtowało się zgodnie z celem.

Obecnie inflacja i tempo wzrostu PKB kształtują się zgodnie z listopadową projekcją Narodowego Banku Czech (CNB). W ramach raportu o inflacji CNB publikuje również oczekiwaną ścieżkę kształtowania się 3-miesięcznej stopy PRIBOR. W przeszłości decyzje CNB były spójne z publikowaną ścieżką. Projekcja przewiduje dwie podwyżki stóp (po 25 pb) w 2018 r. i co najmniej dwie kolejne w 2019 r. (horyzont projekcji to II kw. 2019 r.). Nasz scenariusz przewiduje łagodniejsze zacieśnianie polityki pieniężnej – oczekujemy, że łączna skala podwyżek wyniesie 100 pb dopiero na koniec 2019 r., a nie w połowie roku. Ta rozbieżność wynika z prognozowanego przez nas niższego – od oczekiwań CNB – kształtowania się dynamiki cen żywności na światowych rynkach w horyzoncie prognozy. Stopniowe zacieśnienie polityki pieniężnej w Czechach będzie oddziaływało w kierunku łagodnego umocnienia kursu korony względem euro (kurs EURCZK równy 25,0 na koniec 2019 r.).

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Czechach						
	2017	2018	2019		2017	2018	2019
Tempo wzrostu PKB (%r/r)	4,4	3,2	3,0	Inflacja CPI (%r/r)	2,5	2,3	2,0

	gru 17	mar 18	cze 18	wrz 18	gru 18	mar 19	cze 19	wrz 19	gru 19
2-tyg. stopa REPO CNB (%)	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,25	1,50
EURCZK	25,47	25,40	25,30	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00

Źródło: Credit Agricole

Węgry

Czynnikiem wyróżniającym Węgry na tle innych krajów regionów jest najszybszy wzrost inwestycji – w okresie I-III kw. br. przekraczał on 20% w ujęciu rocznym. Wsparciem dla wysokiej dynamiki nakładów na środki trwałe są efekty niskiej bazy sprzed roku, rosnące wykorzystanie środków unijnych oraz łagodna polityka monetarna prowadzona przez Narodowy Bank Węgier (MNB). Inwestycje były głównym motorem wzrostu PKB w ostatnich kwartałach (3,9% r/r w III kw. wobec 3,3% w II kw.). Oczekujemy, że wzrost gospodarczy nieznacznie spowolni do 3,7% r/r w 2018 r. wobec 3,8% w 2017 r. przede wszystkim ze względu na efekty wysokiej bazy. Dodatkowo, ożywienie popytu krajowego przyczyni się do spadku wkładu eksportu netto. Dobra sytuacja na rynku pracy (w tym przede wszystkim wzrost płac) – podobne tendencje jak w przypadku Polski i Czech – będzie wsparciem dla konsumpcji prywatnej. W 2018 r. w kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego będzie oddziaływała ekspansywna polityka fiskalna (m.in. obniżki stawki VAT na niektóre produkty, obniżenie składek na ubezpieczenie społeczne). W 2019 r. narastające ograniczenia podażowe przyczynią się do dalszego spowolnienia wzrostu PKB do 3,2% r/r.

Inflacja zwiększyła się do 2,5% r/r w listopadzie z 2,2% w październiku. Wysoka dynamika płac będzie sprzyjała wzrostowi inflacji w kolejnych kwartałach. Tempo wzrostu cen będzie z kolei ograniczane przez tendencje cykliczne obserwowane na światowych rynkach żywności oraz wspomniane powyżej obniżki stawek podatku VAT. Uważamy, że w takich warunkach – bez dodatkowego wsparcia ze strony banku centralnego w postaci łagodniejszej polityki pieniężnej – cel inflacyjny na poziomie 3,0% r/r najprawdopodobniej nie zostałby osiągnięty przed końcem 2019 r.

MNB charakteryzuje się jednak dużą determinacją w realizacji celu inflacyjnego. W ostatnich kwartałach MNB łagodził politykę w niekonwencjonalny sposób (m.in. wprowadzając limit absorbcji płynności sektora bankowego oraz obniżając stopę depozytową poniżej zera). W listopadzie br. MNB podjął decyzję o zaoferowaniu bankom komercyjnym instrumentów IRS o 5- i 10-letnich okresach zapadalności

(w wysokości 300 mld HUF w I kw.) oraz uruchomieniu programu luzowania ilościowego polegającego na skupowaniu listów zastawnych o terminach zapadalności wynoszących co najmniej 3 lata. Oba działania MNB mają na celu obniżenie długiego końca krzywej dochodowości. Uważamy, że łagodna polityka pieniężna przyczyni się do trwałego osiągnięcia celu inflacyjnego w 2019 r. Prognozujemy, że inflacja CPI wzrośnie do 2,7% r/r średniorocznie w 2018 r. i 3,0% w 2019 r. wobec 2,3% w 2017 r. Nie wykluczamy zmian w polityce pieniężnej (m.in. zwiększenia skali zakupów w ramach luzowania ilościowego), jeśli inflacja będzie kształtowała się poniżej oczekiwań MNB. Ze względu na łagodne nastawienie MNB, uważamy, że w kolejnych kwartałach będziemy mieli do czynienia z nieznacznym umocnieniem forinta (EURHUF równy 300 na koniec 2019 r.).

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych na Węgrzech									
	2017	2018	2019				2017	2018	2019
Tempo wzrostu PKB (%r/r)	3,8	3,7	3,2	Inflacja CPI (%r/r)			2,3	2,7	3,0
	gru 17	mar 18	cze 18	wrz 18	gru 18	mar 19	cze 19	wrz 19	gru 19
Stopa procentowa MNB (%)	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	1,00	1,15
EURHUF	310	310	309	309	307	307	305	305	300

Źródło: Credit Agricole

Rumunia

W ostatnich latach w Rumunii prowadzona jest ekspansywna polityka fiskalna. Wśród działań rządu można wymienić m.in.: wyraźne zwiększenie płacy minimalnej, znaczące podwyżki dla pracowników sektora publicznego, podniesienie wysokości emerytur, zwiększenie wysokości transferów socjalnych, obniżki stawki podatku VAT oraz podatku od dywidend. Zastosowane instrumenty przyczyniły się przede wszystkim do wyraźnego ożywienia popytu konsumpcyjnego – konsumpcja zwiększyła się o 13,3% r/r w III kw. br. wobec 7,7% w II kw., a w efekcie wkład eksportu netto zmniejszył się do -1,2 pkt. proc. w III kw. wobec -0,6 pkt. proc. w II kw. Do II kw. ożywienie w inwestycjach miało ograniczony zakres, wynikający z trudności z absorbcją środków unijnych w ramach nowej perspektywy. Dopiero w III kw. br. odnotowano ich wyraźny wzrost (o 8,8% r/r w III kw. wobec 0,2% w II kw.). Tempo wzrostu gospodarczego osiągnęło naszym zdaniem lokalne maksimum w III kw. (8,8% r/r wobec 6,1% w II kw.). Ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy, wygasanie pozytywnych efektów złagodzenia polityki fiskalnej, narastające ograniczenia podażowe oraz pogłębienie deficytu w handlu zagranicznym oczekujemy, że dynamika PKB obniży się do 4,2% r/r w 2018 r. i 3,8% w 2019 r. wobec 6,8% w 2017 r. Zakres spowolnienia będzie ograniczany przez zaplanowane przez rząd kolejne działania łagodzące politykę fiskalną (podwyżki płac pracowników sektora publicznego o 25% oraz obniżkę podatku dochodowego z 16% do 10%), a także coraz większą absorbcję środków unijnych.

Inflacja wzrosła w listopadzie do 3,2% r/r wobec 2,6% w październiku. Tym samym kształtuje się ona wyraźnie powyżej celu inflacyjnego równego 2,5%. Ożywienie popytu konsumpcyjnego wspierane przez łagodną politykę fiskalną oddziałuje naszym zdaniem w kierunku tylko przejściowego podwyższenia inflacji bazowej. W kolejnych kwartałach impuls inflacyjny będzie najprawdopodobniej stopniowo wygasał. W efekcie uważamy, że inflacja tylko przejściowo zwiększy się do 3,6% r/r średniorocznie w 2018 r. z 1,3% w 2017 r., a w 2019 r. obniży się do 3,1%.

Narodowy Bank Rumunii (NBR) również postrzega obserwowany obecnie wzrost inflacji jako przejściowy, wynikający z oddziaływania czynników o charakterze podażowym. W rezultacie w listopadzie prezes NBR, M. Isarescu zaznaczył, że nie wymaga on reakcji banku centralnego w postaci zacieśniania polityki pieniężnej. Dodatkowo, zwrócił on uwagę, że podwyżki stóp procentowych mogłyby mieć negatywny wpływ na sytuację gospodarczą. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie do IV kw. 2018 r. Uważamy, że w

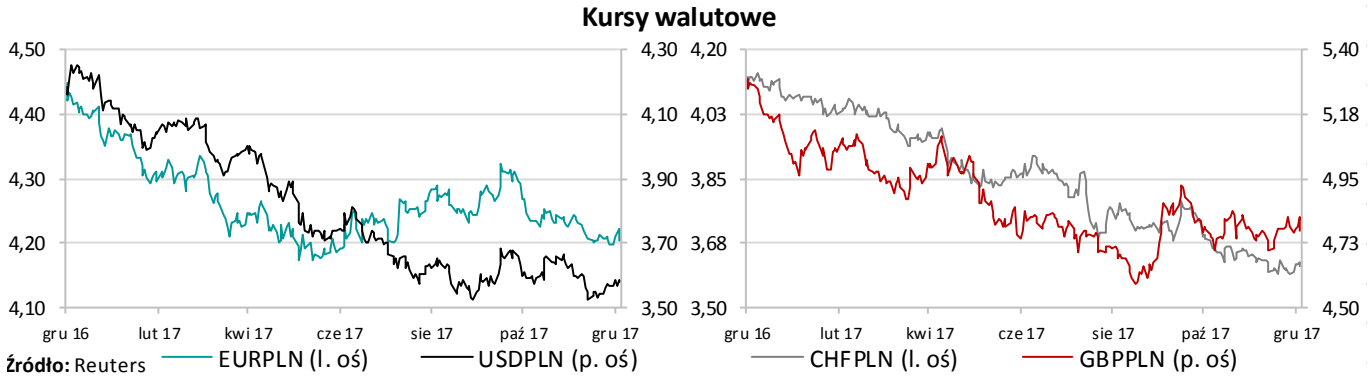
II poł. 2018 r. inflacja trwale osiągnie cel inflacyjny. W rezultacie oczekujemy, że IV kw. 2018 r. NBR rozpocznie cykl zacieśniania polityki pieniężnej i podniesie stopy procentowe łącznie o 75 pb do końca 2019 r. Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach kurs EURRON obniży się nieznacznie osiągając poziom 4,60 na koniec 2019 r.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Rumunii							
	2017	2018	2019		2017	2018	2019
Tempo wzrostu PKB (%r/r)	6,8	4,2	3,8	Inflacja CPI (%r/r)	1,3	3,6	3,1

	gru 17	mar 18	cze 18	wrz 18	gru 18	mar 19	cze 19	wrz 19	gru 19
Stopa procentowa NBR (%)	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,50
EURRON	4,62	4,65	4,65	4,65	4,65	4,60	4,60	4,60	4,60

Źródło: Credit Agricole

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą osłabić złotego



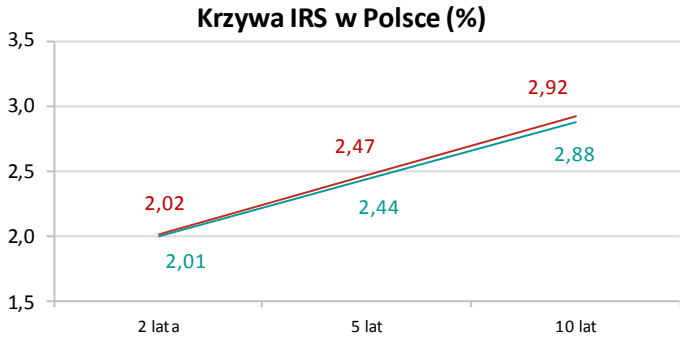
Źródło: Reuters

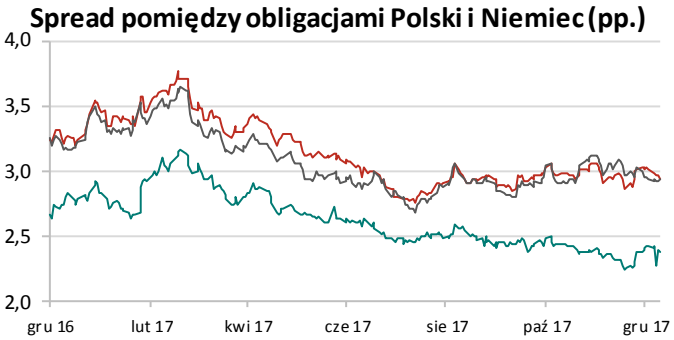
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2038 (osłabienie złotego o 0,1%). Złoty od poniedziałku do czwartku tracił nieznacznie tracił na wartości wraz ze zwiększeniem światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej wzrostem indeksu VIX. Posiedzenia FED oraz EBC miały ograniczony wpływ na rynek. W piątek złoty odrabiał straty z pierwszej części tygodnia, czemu sprzyjał wzrost apetytu na ryzyko na światowym rynku.

Złoty w ubiegłym tygodniu osłabił się względem franka szwajcarskiego. Było to efektem nieznacznego osłabienia złotego względem euro przy jednoczesnym spadku kursu EURCHF, wspieranym przez jastrzębi wydźwięk komunikatu SNB po ubiegłotygodniowym posiedzeniu.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na wtorek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszej prognozy dane będą lekko negatywne dla złotego. Dzisiejsze krajowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw będą naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty. Ograniczony wpływ na złotego będą miały w naszej ocenie liczne dane z USA (finalny szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż domów na rynku wtórnym, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Neutralna dla polskiej waluty będzie również zaplanowana na wtorek publikacja indeksu Ifo dla Niemiec.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w centrum uwagi rynku długu





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 2,006 (spadek o 1pb), 5-letnie do poziomu 2,438 (spadek o 3pb), a 10-letnie obniżyły się do poziomu 2,881 (spadek o 4pb). W ubiegłym tygodniu obserwowany był spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za niemieckim rynkiem długu. Istotnym wydarzeniem była aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 3-, 5-, 6-, 10-, 11-, 12-letnich terminach zapadalności za 5,92 mld EUR odkupując obligacje zapadające w 2018 r. za 5,78 mld EUR. Popyt wyniósł 7,6 mld EUR. Aukcja przyczyniła się do nieznacznego spadku stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowana na wtorek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Uważamy, że dane mogą przyczynić się do spadku stawek IRS. Dzisiejsze dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek długu. Neutralne dla stawek IRS będą również liczne dane z USA (finalny szacunek PKB, wstępne namówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz indeks Ifo 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	**3,55**
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	**3,58**
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	2,5	
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	0,9	
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	575		
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	15,4		
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	12,9		

* 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	3,55	3,53	3,45	3,38	3,33	3,55	3,33	3,27

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 18.12.2017r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Listopad	1,5	1,5	1,5
14:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)**	**Listopad**	**4,4**	**4,3**	**4,4**
14:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)**	**Listopad**	**7,4**	**6,9**	**7,1**
		Wtorek 19.12.2017r.				
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	117,5	118,0	117,5
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	III kw.	2,0		
14:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (% r/r)**	**Listopad**	**8,0**	**6,5**	**7,5**
14:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (% r/r)**	**Listopad**	**12,3**	**7,8**	**9,0**
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1290	1240	1250
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1316	1270	1278
		Środa 20.12.2017r.				
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Październik	37,8		
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	5,48	5,50	5,52
		Czwartek 21.12.2017r.				
14:00	**Polska**	***Minutes* z posiedzenia RPP**	**Grudzień**			
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	3,3	3,3	3,3
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	22,7	20,0	20,8
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	0,1		0,2
		Piątek 22.12.2017r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Listopad**	**6,6**	**6,7**	**6,6**
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Listopad**	**5,7**	**4,9**	**4,8**
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	-0,8	3,0	2,0
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,1		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	96,8	98,5	97,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Listopad	685		653

* 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.