W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 2,9% r/r w grudniu wobec 9,1% w listopadzie w wyniku oddziaływania niekorzystnych efektów kalendarzowych. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej obniżyło się naszym zdaniem do 9,0% r/r w grudniu wobec 10,2% w listopadzie m.in. ze względu na niższe tempo wzrostu cen paliw i żywności. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko pozytywny dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek opublikowane zostaną ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. zmniejszyło się do 1,6% kw/kw z 1,7% w III kw. (6,7% r/r wobec 6,8% w III kw.). Uważamy, że dane miesięczne wskażą na lekkie spowolnienie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w grudniu. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,3% r/r w grudniu wobec 6,1% w listopadzie, sprzedaż detaliczna wzrosła o 10,1% r/r wobec 10,2%, a inwestycje w aglomeracjach miejskich zwiększyły się o 7,1% r/r wobec 7,2%. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Uważamy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w grudniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,2% w listopadzie, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane nt. rozpoczętych budów domów (1285 tys. w grudniu wobec 1297 tys. w listopadzie) oraz pozwoleń na budowę (1300 tys. wobec 1303 tys.). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wskaźnik NY Empire State zwiększył się do 19,5 pkt. w styczniu z 18,0 pkt. w grudniu, z kolei indeks Philadelphia FED wzrósł w styczniu do 27,9 pkt. wobec 26,2 pkt. w grudniu. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się do 98,0 pkt. w styczniu wobec 95,9 pkt. w grudniu. Uważamy, że publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.
- **W środę poznamy grudniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w porównaniu do listopada i wyniosła 4,5%. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w grudniu do 7,2% r/r wobec 6,5% w listopadzie, ze względu na wypłaty wyższych niż w 2016 r. premii w górnictwie. 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.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w listopadzie.** Oczekujemy zmniejszenia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących do 556 mln EUR wobec 575 mln EUR w październiku, co będzie wynikało głównie ze zmniejszenia salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu obniżyła się w listopadzie do 12,6% r/r wobec 15,4% w październiku, a dynamika importu spadła do 11,5% r/r wobec 12,9%. W kierunku zmniejszenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się blisko konsensusu rynkowego, a tym samym jej realizacja będzie neutralna dla kursu złotego.
- **Dzisiaj poznamy finalne dane o grudniowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy niewielkie ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w górę w porównaniu do wstępnego szacunku (2,0% r/r) i wyniesie 2,1% wobec 2,5% w listopadzie. Uważamy, że w kierunku spadku wskaźnika w grudniu oddziaływała niższa dynamika cen żywności i paliw. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

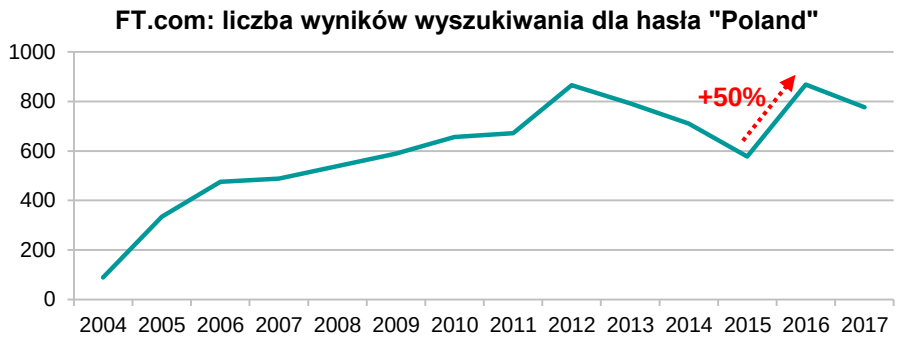
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w horyzoncie projekcji inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego, a obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. W komunikacie znalazła się również ocena krótkoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego, zgodnie z którą w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, choć dynamika PKB będzie prawdopodobnie niższa niż w II poł. 2017. Wskazuje to, że w najbliższych kwartałach Rada oczekuje lekkiego spowolnienia wzrostu PKB. Na konferencji po posiedzeniu Rady prezes NBP A. Glapiński podtrzymał wyrażany w ostatnich miesiącach pogląd, zgodnie z którym stopy NBP powinny pozostać na obecnym poziomie do końca 2018 r. Zasygnalizował on również, że okres stabilnych stóp procentowych może się przedłużyć na 2019 r. (por. MAKROpuls z 11.01.2018). Obecny na konferencji członek RPP E. Gatnar, charakteryzujący się dotychczas relatywnie wysoką awersją do inflacji, skomentował wstępny szacunek grudniowej inflacji (2,0% r/r wobec 2,5% w listopadzie) wskazując, że może zaczął ujawniać się jakiś proces, który będzie skutkował obniżką ścieżki inflacyjnej w marcowej projekcji inflacji. Co więcej, stwierdził on również, że sytuacja, w której oczekiwana inflacja przekroczy cel inflacyjny (2,5%) ale pozostanie poniżej górnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu (3,5%) nie wymaga reakcji polityki pieniężnej. Przytoczone powyżej wypowiedzi A. Glapińskiego oraz E. Gatnara wskazują, że w porównaniu z grudniem ub.r. nastawienie RPP w polityce pieniężnej uległo lekkiemu złagodzeniu. Stanowią one wsparcie dla naszej zrewidowanej prognozy stóp NBP, zgodnie z którą w warunkach umiarkowanej presji płacowej i oczekiwanego w najbliższych kwartałach stopniowego spadku inflacji do poziomu znacząco poniżej celu inflacyjnego (por. MAKROmapa z 11.12.2017) RPP utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie do połowy 2019 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Sprzedaż detaliczna, zwiększyła się w grudniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,9% w listopadzie. Obniżenie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej wynikało z jej niższej miesięcznej dynamiki w większości kategorii. Bez uwzględnienia samochodów, sprzedaż detaliczna zwiększyła się w grudniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 1,3% w listopadzie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji CPI, która zmniejszyła się w grudniu do 0,1% m/m wobec 0,4% m/m w listopadzie (2,1% r/r w grudniu wobec 2,2% w listopadzie). W kierunku obniżenia inflacji oddziaływała niższa dynamika cen paliw (-2,7% m/m wobec 7,3%). Przeciwny efekt miał wzrost inflacji bazowej do 1,8% r/r w grudniu wobec 1,7% w listopadzie (0,3% m/m w grudniu wobec 0,1% w listopadzie). Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym 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 – por. MAKROmapa z 18.12.2017). Tym samym prognozujemy, że skala podwyżek stóp procentowych w 2018 r. będzie niższa od oczekiwań członków FOMC i wyniesie 50 pb. Ubiegłotygodniowe dane o inflacji w USA zmieniły jednak nasze oczekiwania co do momentu kolejnych podwyżek stóp procentowych. Obecnie uważamy, że nastąpią one w marcu i we wrześniu (poprzednio uważaliśmy, że będzie to odpowiednio czerwiec i grudzień).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Zgodnie ze wstępnym szacunkiem niemiecki PKB zwiększył się w 2017 r. o 2,2% r/r wobec wzrostu o 1,9% w 2016 r. Zwiększenie dynamiki niemieckiego PKB wynikało z wyższych wkładów eksportu netto (0,2 pp. w 2017 r. wobec -0,3 pp. w 2016 r.), zapasów (0,1 pp. wobec -0,2 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład wydatków rządowych (0,3 pp. wobec 0,7 pp.). Wkłady konsumpcji prywatnej oraz inwestycji nie zmieniły się i wyniosły odpowiednio 1,1 pp. oraz 0,6 pp. Tym

samym głównym źródłem wzrostu niemieckiej gospodarki w 2017 r. podobnie jak w 2016 r. była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego nadwyżka zwiększyła się w listopadzie do 22,3 mld EUR wobec 19,9 mld EUR w październiku. Towarzyszył jej wzrost dynamiki eksportu (4,1% m/m w listopadzie wobec -0,3% w październiku) oraz importu (2,3% m/m wobec 1,8%). W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane o produkcji przemysłowej, która zwiększyła się w listopadzie o 3,4% m/m wobec spadku o 1,2% w październiku. Zwiększenie jej dynamiki wynikało z wyższego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie oraz budownictwie. Przeciwny efekt miało obniżenie miesięcznej dynamiki produkcji w energetyce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przemyśle, które zmniejszyły się w listopadzie o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,7% w październiku. Na podstawie wstępnego szacunku niemieckiego PKB w całym 2017 r. szacujemy, że jego kwartalne tempo w IV kw. wyniosło 0,9% wobec 0,8% w III kw.

- **Nadwyżka w chińskim bilansie handlowym zwiększyła się w grudniu do 54,7 mld USD wobec 40,2 mld USD w listopadzie.** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w grudniu do 10,9% r/r wobec 12,3% w listopadzie, podczas gdy dynamika importu spadła do 4,5% w grudniu wobec 17,7% w listopadzie. Ubiegłotygodniowe dane z chińskiej gospodarki są spójne z naszym scenariuszem ożywienia w handlu światowym.
- **Uważamy, że opublikowane w tym tygodniu finalne dane wskażą, że inflacja HICP w strefie euro zmniejszyła się z 1,5% r/r w listopadzie do 1,3% w grudniu.** Oczekujemy, że w styczniu tempo wzrostu cen ogółem obniży się dalej do 1,2% r/r. Naszym zdaniem inflacja bazowa będzie utrzymywała się na niskim poziomie (0,9%-1,1% r/r) do III kw. 2018 r. Tym samym prognozujemy, że inflacja HICP w strefie euro będzie kształtowała się w zakresie 1,2-1,6% r/r w br., a średniorocznie wyniesie ona 1,4% r/r. Ścieżka tempa wzrostu cen w strefie euro stanowi wsparcie dla naszej prognozy inflacji w Polsce – spadek do 1,7% r/r w 2018 r. wobec 2,0% w 2017 r. Materializacja naszego scenariusza inflacyjnego będzie oddziaływała w kierunku spadku rentowności polskich obligacji.

Czynniki krajowe istotne dla kursu złotego

W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy wyraźne umocnienie złotego. Kurs EURPLN spadł z 4,32 (lokalne maksimum) we wrześniu 2017 r. do 4,18 na koniec ub. r. Oznacza to, że w tym okresie złoty umocnił się względem euro o 3,5%. W poniższej analizie próbujemy odpowiedzieć, w jakim stopniu spadek kursu EURPLN był wynikiem oddziaływania czynników o charakterze globalnym, a w jakiej części czynników o lokalnej genezie.



Źródło: Financial Times, Credit Agricole

Punktem wyjścia do analizy było zaobserwowane przez nas w ciągu ostatnich dwóch lat zjawisko publikowania coraz większej liczby wiadomości o Polsce przez zagraniczne serwisy informacyjne. Liczba artykułów dotyczących Polski publikowanych w ciągu roku na stronie internetowej Financial Times stopniowo zmniejszała się w latach 2012-2015 (por wykres). W naszej ocenie, taka tendencja mogła wskazywać na zmniejszającą się częstotliwość występowania ważnych wydarzeń krajowych, które potencjalnie mogłyby mieć istotny wpływ na kształtowanie się kursu EURPLN. Takie założenie byłoby spójne z wynikami badań empirycznych. Literatura przedmiotu wskazuje

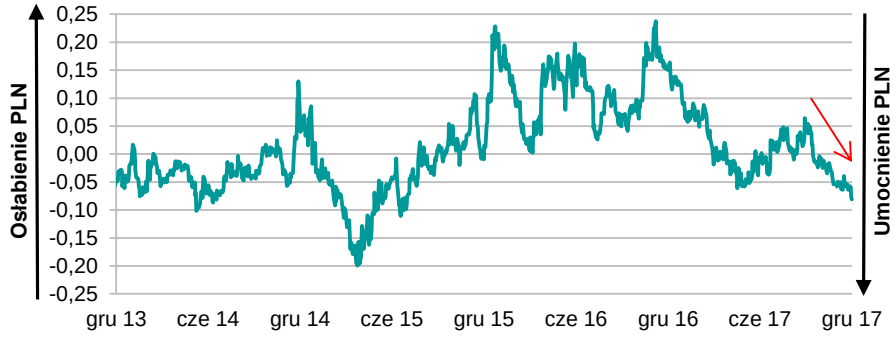
bowiem, że po wybuchu światowego kryzysu finansowego nastąpiło zmniejszenie wrażliwości kursów walutowych państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej na kształtowanie się krajowych cykli koniunktury na rzecz relatywnego zwiększenia wpływu czynników globalnych. W 2016 r. liczba artykułów dotyczących Polski publikowanych na stronie Financial Times wyraźnie wzrosła (o 50% r/r) i utrzymywała się na podwyższonym poziomie również w 2017 r. Może to sygnalizować, że w ostatnich dwóch latach znaczenie wydarzeń lokalnych dla kształtowania się kursu EURPLN ponownie zwiększyło się.

W celu przetestowania tej hipotezy, za pomocą modelowania ekonometrycznego zdekomponowaliśmy zmienność kursu EURPLN na dwa rodzaje czynników – lokalne i globalne. Czynniki lokalne odpowiadają za część zmienności kursu EURPLN zależącej m.in. od publikacji krajowych wskaźników makroekonomicznych, zmiany oczekiwań rynków finansowych dotyczących perspektyw krajowej polityki pieniężnej, zmiany ryzyka politycznego etc. Czynniki globalne reprezentują natomiast wpływ wydarzeń światowych – wspólnych dla wszystkich walut (m.in. zmian światowej awersji do ryzyka). W tym celu wybraliśmy kursy czterech walut regionu względem euro (EURPLN, EURHUF, EURRON i EURCZK), które są ze sobą umiarkowanie mocno skorelowane. Na podstawie wybranej próby kursów walutowych, z użyciem metody głównych składowych, uzyskujemy pierwszą główną składową. Jest to sztucznie stworzona zmienna, która ma na celu objaśniać jak największą część wspólnej zmienności wybranych kursów walutowych. Przyjmujemy zatem, że ta główna składowa reprezentuje wpływ wydarzeń światowych na kursy walutowe regionu. Następnie dla kursu EURPLN tworzymy model regresji liniowej, w którym jedyną zmienną objaśniającą jest otrzymana powyżej główna składowa. Uzyskaną za pomocą modelu wartość teoretyczną zmiennej objaśnianej interpretujemy jako część kursu EURPLN zależąca od czynników globalnych, a reszty w modelu interpretowane są jako część kursu EURPLN zależna od czynników krajowych.

Dekompozycja zmienności kursu EURPLN		
Próba	Czynniki globalne	Czynniki lokalne
	R^2	$1-R^2$
styczeń 1999 r. - sierpień 2008 r.	17%	83%
wrzesień 2008 r. - kwiecien 2015 r.	68%	32%
maj 2015 r. - listopad 2017 r.	7%	93%

Źródło: Credit Agricole

Współczynnik determinacji R^2 dla wspomnianego modelu ekonometrycznego pokazuje zatem w jakim stopniu zmienność kursu złotego zależy od czynników globalnych. Pozostałą (niewyjaśnioną modelem) część zmienności ($1-R^2$) interpretujemy jako wpływ czynników lokalnych. Modelowanie ekonometryczne przeprowadziliśmy na różnych próbach czasowych. Do wybuchu kryzysu finansowego wpływ czynników lokalnych przeważał nad czynnikami globalnymi – reprezentowały one 83% zmienności kursu EURPLN. Natomiast od wybuchu kryzysu do 2015 r. czynniki globalne miały dominujące znaczenie (wyjaśniały on 68% zmienności kursu EURPLN). W celu sprawdzenia czy w ostatnich latach znaczenie czynników lokalnych ponownie wzrosło, modelowanie ekonometryczne przeprowadziliśmy również na próbie od maja 2015 r. do końca 2017 r. Początek próby symbolicznie wyznacza wygrana A. Dudy w wyborach prezydenckich, która zasygnalizowała wysokie prawdopodobieństwo zmian na scenie politycznej po jesiennych wyborach parlamentarnych i przyczyniła się do wzrostu ryzyka politycznego w Polsce. W takiej próbie czasowej wydarzenia krajowe miały kluczowe znaczenie dla kształtowania się kursu EURPLN i odpowiadały za 93% jego zmienności.

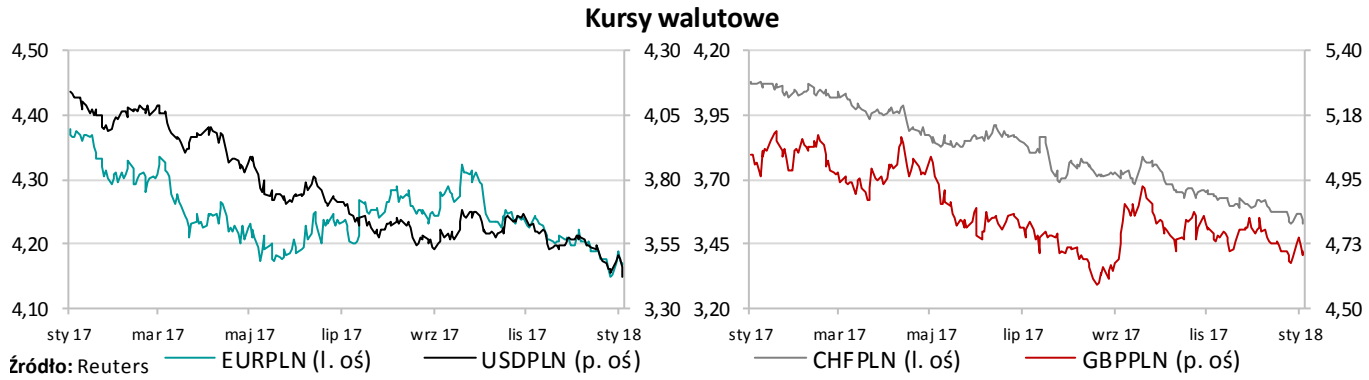


Źródło: Reuters, Credit Agricole

Obserwując kształtowanie się czynnika lokalnego kursu EURPLN w okresie od września 2017 r. do końca ub. r. można zauważyć, że zmniejszył się on (co odpowiada aprecjacji złotego względem euro) w tym czasie o 14 groszy, podczas gdy czynnik globalny nie uległ wyraźnym zmianom. Oznacza to, że za odnotowane w tym okresie umocnienie złotego w dominującym stopniu odpowiadały pozytywne czynniki o charakterze krajowym. Należy zwrócić uwagę, że nasza analiza nie pozwala na precyzyjną odpowiedź, w jakiej skali konkretnie lokalne czynniki wpłynęły na zmiany kursu EURPLN (np. publikacje danych makroekonomicznych, wypowiedzi członków RPP, zmiany ryzyka politycznego) – ich wpływ jest bowiem traktowany łącznie. Spadki czynnika lokalnego kursu EURPLN były w tym okresie obserwowane m.in. po publikacji lepszych od oczekiwań krajowych danych makroekonomicznych, udanych aukcjach obligacji oraz publikacji listopadowej projekcji NBP, w której ścieżki PKB i inflacji zostały zrewidowane w górę. Oznacza to, że w kierunku aprecjacji złotego w największym stopniu oddziaływały najprawdopodobniej rosnące oczekiwania rynków na podwyżki stóp procentowych przez RPP. Rosnąca skala podwyżki stóp procentowych NBP wyceniana przez kontrakty FRA w tym okresie stanowi wsparcie dla naszej oceny.

Uważamy, że w najbliższych kwartałach znaczenie czynników o charakterze lokalnym utrzyma się na wysokim poziomie. Kierunek ich oddziaływania będzie jednak odwrotny niż w ostatnich miesiącach. Uważamy, że wbrew oczekiwaniom rynkowym RPP nie podniesie stóp procentowych w br. Wypowiedzi prezesa NBP i innych członków RPP na konferencji po posiedzeniu rady w ubiegłym tygodniu (patrz powyżej) wskazujące, że w porównaniu z grudniem ub.r. nastawienie RPP w polityce pieniężnej uległo lekkiemu złagodzeniu stanowią wsparcie dla naszego scenariusza. Stopniowe osłabienie oczekiwań rynkowych na szybkie zacieśnienie polityki pieniężnej będzie ograniczało skalę aprecjacji polskiej waluty w najbliższych kwartałach. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zakładającej tylko umiarkowane umocnienie złotego w br. (spadek kursu EURPLN do 4,10 na koniec roku).

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej pozytywne dla złotego



Źródło: Reuters

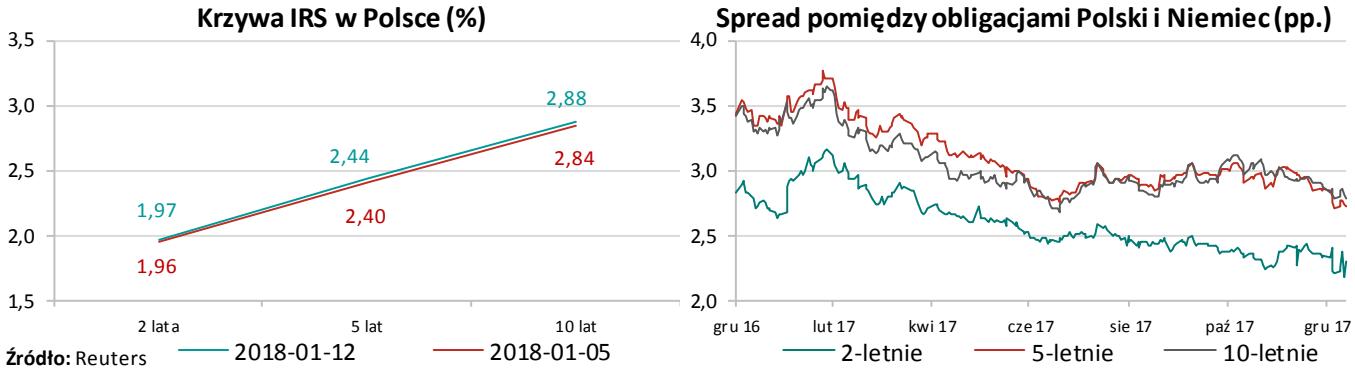
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1691 (osłabienie złotego o 0,4%). Od poniedziałku do środy złoty tracił na wartości w wyniku korekty po jego wyraźnym umocnieniu dwa tygodnie temu. Mimo gołębiego wydźwięku konferencji prasowej po posiedzeniu w środę złoty zyskiwał na wartości wspierany przez obniżenie światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej spadkiem indeksu VIX. W

czwartek złoty kontynuował aprecjację częściowo odrabiając straty z początku tygodnia. W piątek doszło do nieznacznego osłabienia złotego, wspieranego przez lepsze od oczekiwań dane o inflacji w USA.

W ubiegłym tygodniu obserwowane było umocnienie euro względem najważniejszych walut. Jego skala była większa niż osłabienie złotego względem euro. W efekcie złoty umocnił się nieznacznie względem dolara oraz franka szwajcarskiego.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce. Uważamy, że będą one lekko pozytywne dla kursu polskiej waluty. Pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz finalny szacunek inflacji) nie spotkają się naszym zdaniem z reakcją rynku. Neutralne dla złotego będą również naszym zdaniem dane z Chin (szacunek PKB w IV kw., produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich), a także dane z USA (produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, pozwolenia na budowę, indeksy NY Empire State, Philadelphia FED oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan).

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w centrum uwagi rynku



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,97 (wzrost o 1pb), 5-letnie do poziomu 2,440 (wzrost o 4pb), a 10-letnie do poziomu 2,88 (wzrost o 4pb). Przez cały ubiegły tydzień stawki IRS charakteryzowały się relatywnie niską zmiennością czemu sprzyjała ograniczona płynność. Konferencja prasowa po posiedzeniu RPP mimo swojego gołębiego wydźwięku nie miała istotnego wpływu na stawki IRS, które nieznacznie rosły w ślad za niemieckim rynkiem długu.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce. Naszym zdaniem będą one sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz finalny szacunek inflacji) będą najprawdopodobniej neutralne dla rynku długu. Ograniczony wpływ na stawki IRS będą miały naszym zdaniem również liczne dane z USA (produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, pozwolenia na budowę, indeksy NY Empire State, Philadelphia FED oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	sty 18
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*	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	**4,17**
Kurs USDPLN*	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	**3,50**
Kurs CHFPLN*	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,59	3,57	**3,57**
Inflacja CPI (r/r, %)	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	**2,1**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	**0,9**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	6,2	8,7	4,3	12,3	9,0	**2,9**	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	**0,7**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	**9,0**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	**7,2**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	**4,5**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,2	8,5	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	**6,6**	
Saldo ROB (mln EUR)	-106	2548	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	575	**556**		
Eksport (r/r, %, EUR)	9,0	15,1	6,4	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,4	**12,6**		
Import (r/r, %, EUR)	9,8	16,0	10,5	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	12,9	**11,5**		

* 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	-0,4	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	6,6	6,7	6,1	6,2	6,5	6,6	6,5	6,5
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	2,2	1,8	1,9	2,0	1,2	2,0	1,7	2,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,97
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	4,18	4,17	4,14	4,12	4,10	4,18	4,10	4,15
USDPLN**		3,97	3,70	3,65	3,48	3,53	3,45	3,38	3,33	3,48	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 15.01.2018r.				
14:00	**Polska**	**Inflacja CPI (%r/r)**	**Grudzień**	**2,0**	**2,1**	**2,0**
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Listopad**	**575**	**556**	**963**
		Wtorek 16.01.2018r.				
14:00	**Polska**	**Inflacja bazowa (%r/r)**	**Grudzień**	**0,9**	**0,9**	**0,8**
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	18,0	19,5	18,0
		Środa 17.01.2018r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	1,4	1,4	1,4
14:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)**	**Grudzień**	**4,5**	**4,5**	**4,5**
14:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)**	**Grudzień**	**6,5**	**7,2**	**6,9**
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,2	0,3	0,5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Grudzień	77,1	77,3	77,3
		Czwartek 18.01.2018r.				
3:00	Chiny	PKB (% r/r)	IV kw.	6,8	6,7	6,7
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	10,2	10,1	10,1
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	6,1	6,3	6,0
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Grudzień	7,2	7,1	7,1
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Grudzień	1297	1285	1280
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Grudzień	1303	1300	1300
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Styczeń	26,2	27,9	25,0
		Piątek 19.01.2018r.				
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Listopad	30,8		
14:00	**Polska**	**Inflacja PPI (%r/r)**	**Grudzień**	**1,8**	**0,7**	**0,6**
14:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (%r/r)**	**Grudzień**	**10,2**	**9,0**	**6,9**
14:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (%r/r)**	**Grudzień**	**9,1**	**2,9**	**2,8**
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	95,9	98,0	97,0

* 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.