




## W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja styczniowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 57,5 pkt. w styczniu wobec 57,8 pkt. w grudniu. Zmniejszenie wartości wskaźnika nastąpiło ze względu na spowolnienie tempa wzrostu aktywności gospodarczej we Francji oraz w 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 zmniejszy się do 15,0 pkt. w styczniu wobec 17,4 pkt. w grudniu. W czwartek poznamy indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że zmniejszył się on w styczniu do 117,1 pkt. wobec 117,2 pkt. w grudniu. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie. Na konferencji prasowej po posiedzeniu najprawdopodobniej nie zostaną przedstawione nowe istotne informacje dotyczące perspektyw polityki pieniężnej (szczególnie programu luzowania ilościowego lub zmiany w *forward guidance*). Uważamy jednak, że konferencja będzie utrzymana w bardziej gołęmbim tonie niż ta w grudniu. Oczekujemy, że M. Draghi powtórzy stanowisko, że nie przewiduje on nagłego ograniczenia skali programu luzowania ilościowego z 30 mld EUR miesięcznie do zera. Będzie to stanowić wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w czerwcu lub w lipcu 2018 r. EBC wydłuży program skupu aktywów do grudnia 2018 r., ograniczając jego skalę do 15 mld EUR począwszy od września 2018 r. Oczekujemy, że konferencja po posiedzeniu będzie oddziaływała w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** W piątek zostanie opublikowany pierwszy szacunek PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 2,9% w IV kw. wobec 3,2% w III kw. ze względu na niższy wkład eksportu netto. W piątek poznamy również wstępne grudniowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zwiększyły się one o 1,3% m/m wobec takiego samego wzrostu w listopadzie. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą wysokie odczyty dotyczące sprzedaży nowych domów (690 tys. w grudniu wobec 733 tys. w listopadzie) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,70 mln wobec 5,81 mln). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- W ubiegłym tygodniu Demokraci i Republikanie nie doszli do porozumienia w Senacie w sprawie uchwalenia finansowania dla wydatków rządowych USA na najbliższe cztery tygodnie.** Biorąc pod uwagę, że budżet federalny na ten rok nie został jeszcze ustalony, brak porozumienia doprowadził do częściowego zawieszenia działalności agencji rządowych w USA (tzw. *government shutdown*) począwszy od soboty. W tym tygodniu globalne nastroje będą kształtowane przez spór pomiędzy Republikanami i Demokratami dotyczący uchwalenia finansowania. Można szacować, że przedłużający się *government shutdown* będzie oddziaływał w kierunku pogorszenia się nastrojów na rynkach, w tym osłabienia dolara, spadku cen amerykańskich obligacji oraz wyprzedzący ryzykownych aktywów.


## W zeszłym tygodniu

-  **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w grudniu do 2,1% r/r wobec 2,5% w listopadzie, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej wstępnego szacunku GUS równego konsensusowi rynkowemu (2,0%).** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji (o 0,3 pp.) była niższa dynamika cen paliw związana z efektami wysokiej bazy z 2016 r. Do zmniejszenia inflacji w grudniu (o 0,1 pp.) przyczyniło się również niższe tempo wzrostu cen w kategorii "żywność i napoje bezalkoholowe" (por. MAKROpuls z 15.01.2018). Inflacja bazowa w grudniu nie zmieniła się w porównaniu do listopada i wyniosła 0,9% r/r, co świadczy naszym zdaniem o utrzymującym się braku presji inflacyjnej w gospodarce. W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji 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.
-  **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w grudniu do 2,7% r/r wobec 9,1% w listopadzie.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy listopadem a grudniem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Podobnie jak w poprzednich miesiącach mieliśmy do czynienia z relatywnie szybkim wzrostem produkcji zarówno w działach o dużym udziale eksportu w sprzedaży ("pozostały sprzęt transportowy" oraz "urządzenia elektryczne"), jak i działach powiązanych z branżą budowlaną ("metale", "wyroby z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych" oraz "wyroby z gumy i tworzyw sztucznych"). W kierunku wyższej dynamiki produkcji przemysłowej ogółem oddziaływało również wyższe tempo wzrostu produkcji w górnictwie. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się w grudniu do 12,7% r/r wobec 19,8% w listopadzie. W kierunku obniżenia tempa wzrostu produkcji oddziaływały wspomniane wyżej niekorzystne efekty kalendarzowe. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja w budownictwie zwiększyła się w ujęciu miesięcznym o 3,1%. Uważamy, że w grudniu – podobnie jak w listopadzie – produkcję budowlano-montażową wspierało silne ożywienie inwestycji jednostek samorządu terytorialnego podyktowane koniecznością realizacji planów wydatków majątkowych przed zbliżającym się końcem roku. Świadczy o tym wysokie tempo wzrostu produkcji w dziale budownictwa zajmującym się wznoszeniem obiektów inżynierii lądowej i wodnej (por. MAKROpuls z 19.01.2018). Uważamy, że w kolejnych miesiącach produkcja utrzyma się w trendzie wzrostowym, wspierana przez rosnącą absorpcję środków unijnych, zwiększenie publicznych nakładów na infrastrukturę oraz kontynuację ożywienia w budownictwie mieszkaniowym. W całym IV kw. ub. r. średnia dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 8,1% wobec 6,3% w III kw., podczas gdy dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się do 17,1% wobec 19,4%. Dane stanowią nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki PKB w IV kw. 2017 r. (spadek do 4,8% r/r wobec 4,9% r/r w III kw.).
-  **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w grudniu do 5,2% r/r wobec 8,8% w listopadzie.** Realna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się w grudniu do 5,2% r/r z 8,8% w listopadzie. W kierunku jej spadku oddziaływała przede wszystkim niższa sprzedaż w kategorii "pojazdy samochodowe, motocykle, części" (por. MAKROpuls z 19.01.2018). Do obniżenia dynamiki sprzedaży mogło się również przyczynić ustąpienie efektu związanego z realizowanymi z wyprzedzeniem (tj. w listopadzie) zakupów świątecznych. Takie zjawisko mogło być wspierane przez rosnącą popularność zakupów w tzw. "Czarny piątek" (24 listopada). Naszą ocenę wspiera struktura danych o sprzedaży detalicznej – niższa dynamika odnotowana została m.in. w takich kategoriach jak: "tekstylia, odzież, obuwie" i "meble, RTV, AGD". W całym IV kw. ub. r. sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się o 7,0% wobec wzrostu o 7,9% w III kw., co stanowi nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w IV kw. zmniejszyło się do 4,3% r/r wobec 4,9% r/r

w III kw.

- W listopadzie nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących obniżyła się do 233 mln EUR wobec 297 mln EUR w październiku.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, dochodów pierwotnych oraz usług (odpowiednio o 212 mln EUR, 109 mln EUR oraz 24 mln EUR niższe niż w październiku), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe salda na rachunku dochodów wtórnych (o 281 mln EUR wyższe niż w październiku). Dynamika eksportu zmniejszyła się w listopadzie do 14,8% r/r wobec 15,5% w październiku, a dynamika importu wzrosła do 15,9% wobec 14,8%. W kierunku obniżenia dynamiki eksportu oraz importu oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej 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 zmniejszyła się w IV kw. do -0,5% wobec 0,0% w III kw.
- Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w grudniu do 7,3% r/r z 6,5% w listopadzie.** Naszym zdaniem głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia nominalnej dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw były wypłaty zmiennych składników wynagrodzenia w górnictwie (tzw. barbórki), które silniej niż w grudniu 2016 r. podbiły dynamikę płac w tym dziale w ujęciu miesięcznym. Podobnie jak w poprzednich miesiącach czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia rocznej dynamiki płac była narastająca presja płacowa związana z poprawą sytuacji na rynku pracy. W przeciwnym kierunku oddziaływały czynniki statystyczne związane z niekorzystną różnicą w liczbie dni roboczych, obniżającą dynamikę płac pracowników zatrudnionych na akord. Zatrudnienie zwiększyło się w grudniu o 4,6% r/r wobec 4,5% w listopadzie. Stanowi to dużą niespodzianką zważywszy na rosnące trudności firm w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. Naszym zdaniem do relatywnie silnego wzrostu zatrudnienia w grudniu mogły się przyczynić korzystne na tle 2016 r. warunki meteorologiczne, co sprzyjało zwiększeniu zatrudnienia w firmach budowlanych. Dane o zatrudnieniu w grudniu wskazują, że mimo narastającej bariery po stronie podaży pracy przedsiębiorstwom nadal udaje się szybko zwiększać zatrudnienie. Naszym zdaniem czynnikiem wspierającym wzrost zatrudnienia jest stopniowe przyspieszenie realnego wzrostu płac, sprzyjające powrotowi na rynek pracy osób dotychczas nieaktywnych zawodowo, a także rosnące rejestrowane zatrudnienie imigrantów z Ukrainy (por. MAKROPuls z 17.01.2018). Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zwiększyło się do 9,4% r/r w IV kw. wobec 8,6% w III kw. W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego wyhamowania poprawy sytuacji na rynku pracy i łagodnego obniżenia rocznej dynamiki zatrudnienia zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce.
- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w grudniu o 0,9% m/m wobec spadku o 0,1% w listopadzie. Zwiększenie miesięcznej dynamiki produkcji wynikało z jej wyższego tempa wzrostu w dostawie mediów oraz w górnictwie, podczas gdy przeciwny efekt miało jego obniżenie w przetwórstwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w grudniu do 77,9% wobec 77,2% w listopadzie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o pozwoleniach na budowę (1302 tys. w grudniu wobec 1303 tys. w listopadzie) oraz rozpoczętych budowach domów (1192 tys. wobec 1299 tys.), które wskazały na utrzymujący się wysoki poziom aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State zmniejszył się w styczniu do 17,7 pkt. wobec 19,6 pkt. w grudniu, a indeks Philadelphia FED spadł do 22,2 pkt. wobec 27,9 pkt. sygnalizując nieznaczne osłabienie koniunktury w przetwórstwie. Na nieznaczne pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w styczniu do 94,4 pkt. wobec 96,8 pkt. w grudniu. W kierunku obniżenia indeksu oddziaływała niższa wartość jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny efekt miał nieznaczny wzrost składowej dla oczekiwań.

Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, 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. Uważamy, że nastąpią one w marcu i we wrześniu.

 **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z chińskiej gospodarki.** Roczna dynamika PKB nie zmieniła się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniosła 6,8% (1,6% kw/kw w IV kw. wobec 1,7% w III kw.). Na podstawie danych za IV kw. szacujemy, że chiński PKB w całym 2017 r. zwiększył się do 6,9% wobec 6,7% w 2016 r., co było wyraźnie powyżej celu ustalonego przez chiński rząd (6,5% lub powyżej). Co więcej, jest to pierwsze przyspieszenie tempa chińskiego wzrostu gospodarczego w skali całego roku od 10 lat. Na uwagę zasługuje poprawiająca się struktura chińskiego wzrostu PKB, w której zwiększa się znaczenie spożycia prywatnego względem inwestycji. Odpowiadało ono za 58,8% wzrostu PKB w 2017 r. wobec 64,6% w 2016 r., podczas gdy udział inwestycji w spadł do 32,1% wobec 42,2%. W efekcie różnica pomiędzy udziałem konsumpcji oraz inwestycji w chińskim wzroście gospodarczym zwiększyła się do najwyższego poziomu od 2000 r. Jest to skutkiem działań chińskiego rządu zmierzających do zmiany modelu wzrostu opartego na inwestycjach w kierunku modelu bazującego na konsumpcji. W ubiegłym tygodniu na utrzymujące się wysokie tempo wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce wskazały również dane o produkcji przemysłowej (6,2% r/r grudniu wobec 6,1% w listopadzie), sprzedaży detalicznej (9,4% wobec 10,2%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (7,2% w grudniu i w listopadzie). Oczekujemy, że w 2018 r. chiński PKB zwiększy się o 6,6%.

## Finanse publiczne w stanie uśpienia

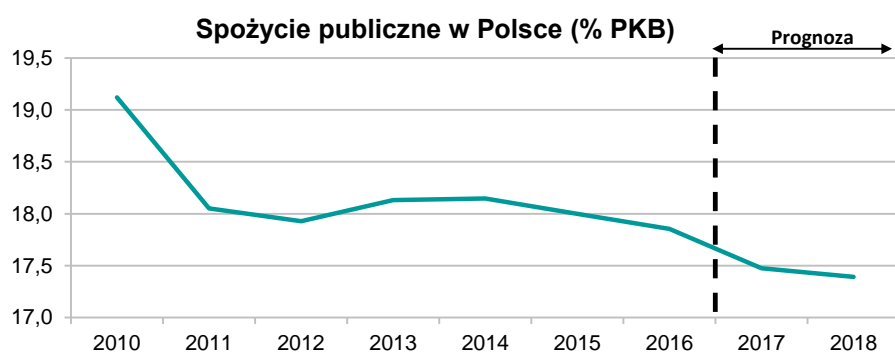
Minister Finansów, T. Czerwińska dwa tygodnie temu zaznaczyła, że zgodnie ze wstępnymi szacunkami, na koniec 2017 r. poziom długu publicznego w stosunku do PKB spadł o ponad 2 pkt. proc. w porównaniu do stanu z końca 2016 r. Oznacza to, że według metodologii UE wyniósł on ok. 52% PKB na koniec 2017 r. wobec 54,1% rok wcześniej (spadek z 51,9% PKB do nieznacznie poniżej 50% według metodologii krajowej). Obniżeniu długu w relacji do PKB w 2017 r. sprzyjało kilka czynników, m.in. umocnienie złotego, przyspieszenie wzrostu gospodarczego, redukcja poduszki płynnościowej zbudowanej w 2016 r. oraz niższy od oczekiwań deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych. Ministerstwo Finansów szacuje, że deficyt budżetu państwa wyniósł poniżej 30 mld zł na koniec ub. r. (ok. 1,5% PKB). Według naszych prognoz deficyt sektora w relacji do PKB ukształtował się na poziomie 1,0% PKB.

Spadek długu publicznego w 2017 r. jest pozytywną informacją, jednak ocena sytuacji w finansach publicznych nie może ograniczać się jedynie do analizy tylko tego, jednego wskaźnika. Dużo ważniejsze – w szczególności w kontekście długookresowej stabilności finansów publicznych – jest kształtowanie się tzw. deficytu strukturalnego. Jest to deficyt sektora skorygowany o wpływ wahań cyklu koniunkturalnego, oddziaływania jednorazowych i przejściowych czynników lub działań rządu, odzwierciedlający natomiast trwałe zmiany po stronie dochodów lub wydatków. Należy zwrócić uwagę, że deficyt strukturalny jest zmienną nieobserwowalną i może być szacowany w różny sposób. W poniższej analizie w uproszczony sposób szacujemy zmiany pierwotnego salda strukturalnego (tj. nie uwzględniającego kosztów obsługi długu publicznego) w latach 2015-2018 poprzez prześledzenie trwałych zmian w polityce fiskalnej.

Główną strukturalną zmianą po stronie dochodów budżetu państwa, do której doszło po 2015 r. jest uszczelnienie systemu podatkowego. Dane Ministerstwa Finansów dotyczące wykonania budżetu państwa w br. wskazują na wyraźny wzrost dochodów z VAT. W okresie styczeń-listopad dochody z tego

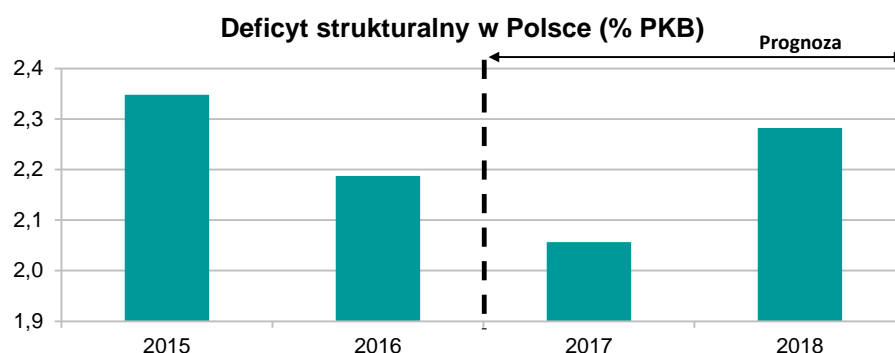


podatku wyniosły 146,2 mld zł i były wyższe o 24,7 mld zł (20,3%) niż w analogicznym okresie 2016 r., oraz o 1,9% wyższe od planów przedstawionych w ustawie budżetowej. Duża część z tego wzrostu była jednak efektem ożywienia wzrostu gospodarczego oraz przesunięć zwrotu VAT. Na podstawie modelu ekonometrycznego uwzględniającego dane za I kw. 2017 r. szacujemy, że w skali całego roku łączne uszczelnienie systemu podatkowego wyniesie ok. 15 mld zł (por. MAKROMAPA z 23.06.2017). W naszej analizie jesteśmy zmuszeni do pominięcia informacji o dochodach z podatku od towarów i usług za okres kwiecień-listopad, gdyż nie są jeszcze dostępne dane dotyczące rachunków narodowych pozwalające na wyznaczenie bazy podatkowej w tym okresie. Uważamy, że efekty uszczelnienia w ramach innych podatków (głównie CIT) dostarczają dodatkowo rocznie ok. 3 mld zł dochodów. W rezultacie można szacować, że w latach 2016-2018 dodatkowe roczne dochody z uszczelnienia systemu podatkowego (VAT i pozostałe podatki) osiągną poziom 18 mld zł.



Źródło: Ameco, Credit Agricole

publicznych w efekcie obniżenia wieku emerytalnego do 60/65 lat był szacowany na 10,2 mld zł w 2018 r. Jednocześnie można zaobserwować zmniejszenie spożycia publicznego w relacji do PKB – prognozujemy, że ta relacja zmniejszyła się z 18,0% do 17,4% w 2018 r. Taka tendencja obniża deficyt strukturalny w 2018 r. o 12 mld w porównaniu do 2015 r. W kierunku obniżenia deficytu strukturalnego oddziaływały również oszczędności z tytułu niższej waloryzacji emerytur i rent. W latach 2015-2017 mieliśmy do czynienia z rosnącym wskaźnikiem inflacji, co oznaczało, że waloryzacja (obliczana na podstawie ubiegłorocznego wskaźnika inflacji) była niższa niż wynikałoby to z tempa wzrostu cen obserwowanego w danym roku. Zmniejszenie deficytu strukturalnego w latach 2015-2018 z tego tytułu szacujemy na 6 mld zł.



Źródło: Ameco, Credit Agricole

wykorzystany do znaczącego obniżenia deficytu strukturalnego. Uważamy, że 2019 r., a więc w roku wyborczym, takie znaczące zacieśnienie fiskalne jest bardzo mało prawdopodobne. Powyższe obliczenia są zgodne z szacunkami Komisji Europejskiej (por. wykres), wg której deficyt strukturalny w 2018 r. wyniesie 2,3% PKB – tyle samo co w 2015 r.

Po stronie wydatków mieliśmy natomiast do czynienia z rozluźnieniem strukturalnym. Realizacja programu Rodzina 500+ wiąże się z rocznym wzrostem wydatków z budżetu państwa o ok. 24-25 mld zł. Drugą zmianą generującą trwały wzrost obciążeń dla budżetu jest decyzja o obniżeniu wieku emerytalnego. Zgodnie z WPF 2017-2020 wzrost wydatków

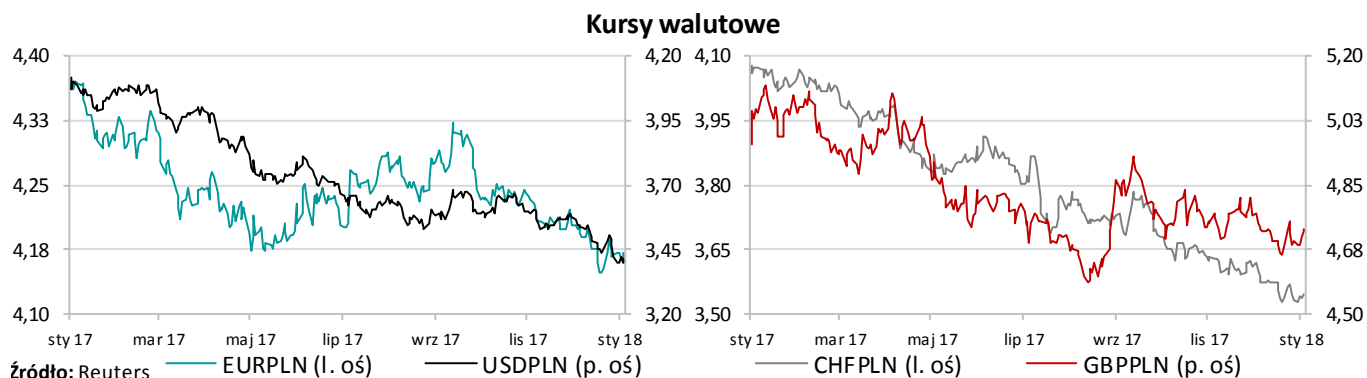
W sumie – uwzględniając trwałe dostosowania po stronie dochodów i wydatków budżetu państwa – prognozujemy, że pierwotne saldo strukturalne (tj. nie uwzględniające kosztów obsługi długu publicznego) ulegnie w latach 2015-2018 poprawie o 1 mld zł (0,05 % PKB). Materializacja naszego scenariusza oznacza, że okres korzystnej koniunktury nie zostanie

W sumie – uwzględniając trwałe dostosowania po stronie dochodów i wydatków budżetu państwa – prognozujemy, że pierwotne saldo strukturalne (tj. nie uwzględniające kosztów obsługi długu publicznego) ulegnie w latach 2015-2018 poprawie o 1 mld zł (0,05 % PKB). Materializacja naszego scenariusza oznacza, że okres korzystnej koniunktury nie zostanie

Poprawa salda strukturalnego pozwoliłaby zbudować bufor na przyszłe spowolnienie wzrostu gospodarczego. Bez redukcji deficytu strukturalnego, w przypadku silnego pogorszenia koniunktury,

będziemy mieć bowiem do czynienia z wyraźnym wzrostem deficytu sektora i długu publicznego w relacji do PKB. W przypadku materializacji takiego scenariusza pogarszająca się sytuacja w finansach publicznych zostanie dostrzeżona przez agencje ratingowe i inwestorów zagranicznych, co będzie negatywne dla kursu złotego i cen polskich obligacji. W krótkim okresie, w przypadku utrzymywania się relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego, obecny poziom deficytu strukturalnego nie generuje istotnego ryzyka dla oceny wiarygodności kredytowej Polski i kształtowania się cen polskich aktywów.

## Wyniki badań koniunktury w strefie euro mogą umocnić złotego

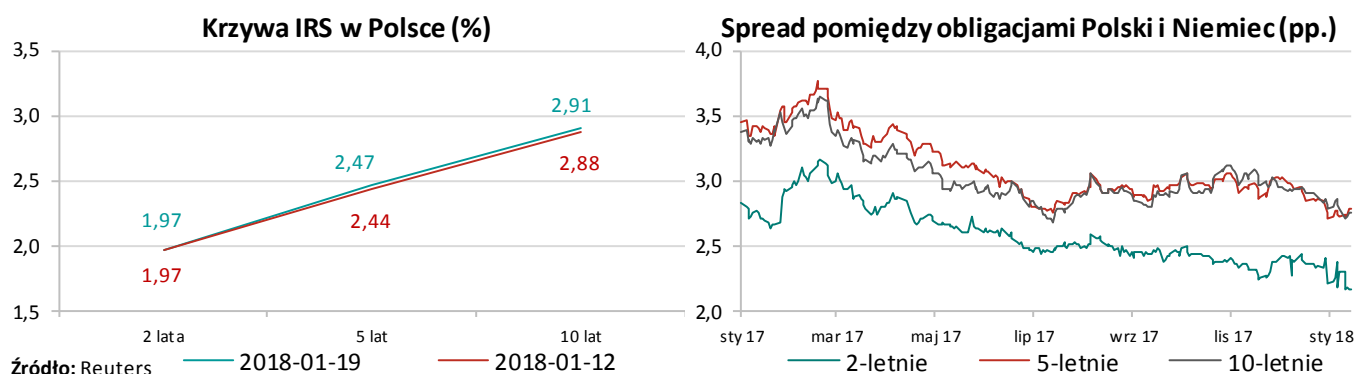


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1719 (osłabienie złotego o 0,1%).** W poniedziałek obserwowane było osłabienie złotego mimo wyższych od wstępnego szacunku finalnych danych o inflacji w Polsce. We wtorek rano złoty kontynuował deprecjację, czemu mógł sprzyjać powrót amerykańskich inwestorów po poniedziałkowym dniu wolnym w USA. Po południu nastąpiła jednak korekta. W środę i czwartek złoty znajdował się w łagodnym trendzie aprecjacyjnym wspierany przez lepsze od oczekiwań dane z krajowego rynku pracy oraz dobre dane nt. wzrostu gospodarczego w Chinach i obniżył się nieznacznie poniżej poziomu 4,16 za euro. W piątek rano doszło do osłabienia złotego wraz z realizacją zysków przez część inwestorów. Po południu nastąpiła niewielka korekta. Krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

W ubiegłym tygodniu doszło do umocnienia złotego względem dolara. W efekcie kurs USDPLN spadł w ubiegłym tygodniu poniżej 3,40, co jest jego najniższym poziomem od grudnia 2014 r. Umocnienie złotego względem dolara wynikało z kontynuacji wzrostu kursu EURUSD, który w ubiegłym tygodniu przekroczył poziom 1,23.

W tym tygodniu złoty może tracić na wartości w reakcji na *government shutdown* w USA. Istotne dla złotego będzie także zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Uważamy, że wydzźwięk konferencji po posiedzeniu może oddziaływać w kierunku umocnienia polskiej waluty. W tym samym kierunku będzie oddziaływała zaplanowana na środę publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, które okażą się naszym zdaniem niższe od oczekiwań rynku. Sumaryczny wpływ danych z USA (pierwszy szacunek PKB w IV kw., wstępne zamówienia na dobra trwałe użytku, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz sprzedaż nowych domów) na kurs złotego będzie naszym zdaniem ograniczony.

## Posiedzenie EBC w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,97, 5-letnie zwiększyły się do poziomu 2,671 (wzrost o 3pb), a 10-letnie do poziomu 2,905 (wzrost o 2pb). W ubiegłym tygodniu obserwowany był łagodny wzrost stawek IRS w ślad za niemieckim rynkiem długu. Stabilizacji stawek IRS sprzyjała utrzymująca się niska płynność na rynku. Krajowe wyższe od wstępnego szacunku dane o inflacji doprowadziły do łagodnego, przejściowego wzrostu stawek IRS. Dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce miały ograniczony wpływ na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Uważamy, że podczas konferencji po posiedzeniu możemy mieć do czynienia ze spadkiem stawek IRS. Podobny efekt będzie miała, naszym zdaniem, również środowa publikacja wyników badań koniunktury w najważniejszych gospodarkach strefy euro. Dane z USA (wstępny szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz sprzedaż nowych domów) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. W tym tygodniu w kierunku wzrostu stawek IRS może oddziaływać również *government shutdown* w USA.

## 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	2,0	
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	2,7	
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	1,4	
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	6,0	
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	7,3	
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	4,6	
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	297	233		
Eksport (r/r, %, EUR)	9,0	15,1	6,4	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,8		
Import (r/r, %, EUR)	9,8	16,0	10,5	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,9		

\* 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	-0,4	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Wtorek 23.01.2018r.</b>						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Styczeń	17,4	15,0	17,9
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	0,5		0,6
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	20,0		
<b>Środa 24.01.2018r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	63,3	62,5	63,0
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Styczeń	56,6	56,0	56,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	60,6	59,9	60,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Styczeń	58,1	57,5	58,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	55,1		55,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Grudzień	5,81	5,70	5,70
<b>Czwartek 25.01.2018r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	117,2	117,1	117,2
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Styczeń	0,00	0,00	0,00
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	733	690	679
<b>Piątek 26.01.2018r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	4,9		4,9
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	3,2	2,9	3,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe użytku (% m/m)	Grudzień	1,3	1,3	0,8

\* 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