W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że po podwyżce stóp w grudniu ub. r. FED utrzyma w tym tygodniu status quo w polityce pieniężnej – docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej równy [1,25%; 1,50%]. W centrum uwagi rynków będą ewentualne zmiany tonacji komunikatu dotyczące perspektyw inflacji. Uważamy, że nie dostarczy on jednak nowych informacji zmieniających nasz scenariusz, zakładający kolejną podwyżkę stóp procentowych w USA o 25 pb w marcu br. Jednocześnie będzie to ostatnie posiedzenie FOMC, któremu przewodniczyć będzie J. Yellen. W lutym na stanowisko Prezesa FED zostanie zaprzysiężony J. Powell. Naszym zdaniem publikacja komunikatu po posiedzeniu FOMC w tym tygodniu będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy również ważne dane z USA. W piątek opublikowane zostaną dane z rynku pracy.** Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 180 tys. osób w styczniu wobec 148 tys. w grudniu ub. r., przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,1%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 183 tys. w styczniu wobec 250 tys. w grudniu). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że indeks ISM w przetwórstwie zmniejszył się do 58,8 pkt. w styczniu wobec 59,7 pkt. w grudniu, co będzie spójne z wynikami regionalnych badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board zasygnalizuje lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych w styczniu (124,5 pkt. wobec 122,1 pkt. w grudniu). Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże najprawdopodobniej na ich pogorszenie (95,0 pkt. w styczniu wobec 95,9 pkt. w grudniu). Uważamy, że publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w IV kw. ub. r. zwiększyła się do 0,7% wobec 0,6% w III kw. Ponadto przewidujemy, że inflacja HICP spadła w styczniu do 1,2% r/r wobec 1,4% w grudniu ub. r. Uważamy, że publikacja danych ze strefy euro nie spotka się ze znaczącą reakcją rynku.
- **W tym tygodniu poznamy styczniowe indeksy PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że wskaźnik Caixin PMI zwiększył się do 52,0 pkt. wobec 51,5 pkt. w grudniu, natomiast indeks PMI wg CFLP spadł do 51,5 pkt. wobec 51,6 pkt. w grudniu. Oczekujemy, że wyniki badań koniunktury w Chinach, wskazujące na stabilizację nastrojów w przetwórstwie przemysłowym, będą neutralne dla rynków.
- **We wtorek opublikowany zostanie szacunek PKB w Polsce za 2017 r.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 4,5% r/r wobec 2,9% w 2016 r. Opublikowane w listopadzie i grudniu dane o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej sygnalizują niewielkie ryzyko w górę dla prognozy rocznego wskaźnika PKB. Nie spodziewamy się jednak istotnego wpływu ewentualnie wyższej od naszych oczekiwań rocznej dynamiki PKB w 2017 r. na kurs złotego i ceny obligacji.
- **W czwartek opublikowane zostaną styczniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI wzrósł do 55,2 pkt. z 55,0 pkt. w grudniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury GUS. Skalę poprawy nastrojów w polskim przetwórstwie ograniczało natomiast pogorszenie koniunktury w Niemczech (patrz poniżej). Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

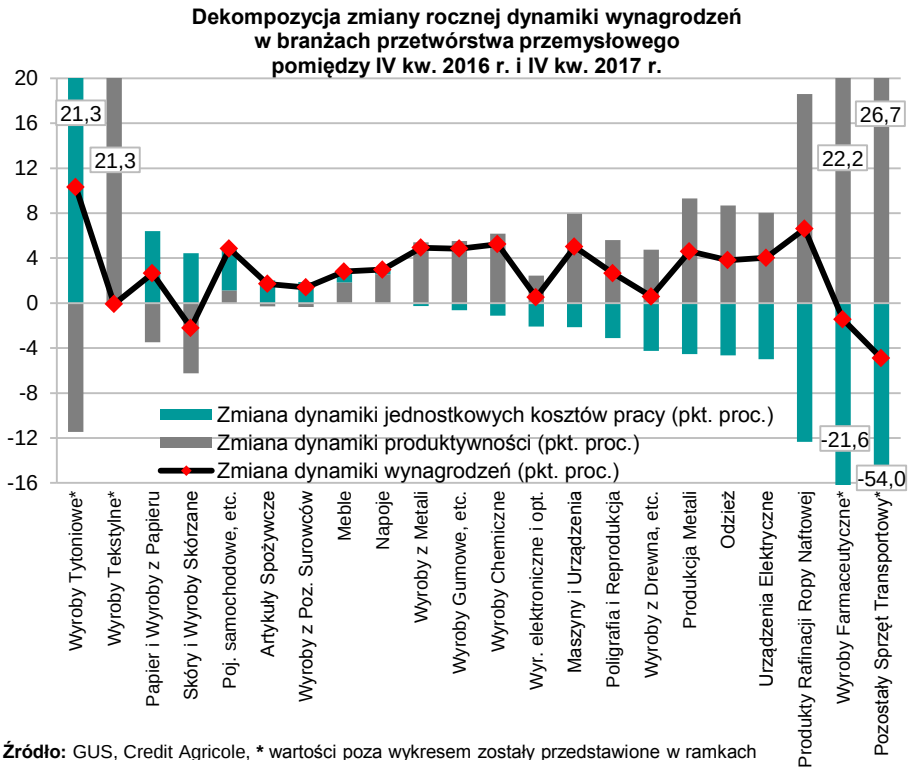
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC, na którym utrzymane zostały dotychczasowe parametry polityki monetarnej.** Zgodnie z komunikatem, EBC oczekuje, że stopy procentowe zostaną najprawdopodobniej utrzymane na obecnym poziomie przez dłuższy okres, znacząco przekraczający horyzont programu skupu aktywów (tzw. *forward guidance*). Niezmieniony został fragment mówiący, że EBC jest gotów zwiększyć skalę lub wydłużyć horyzont programu skupu aktywów. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi odnosząc się do przyszłości rozszerzonego programu skupu aktywów powiedział, że istnieją trzy scenariusze: program zostanie wydłużony w obecnej skali, program zostanie wydłużony przy jednoczesnym ograniczeniu jego skali lub program zostanie zakończony we wrześniu br. Na poprzednim posiedzeniu M. Draghi mówił, że EBC nie przewiduje nagłego ograniczenia skali programu luzowania ilościowego z 30 mld EUR miesięcznie do zera. Tym samym jego wypowiedź została odebrana jako jastrzębia i doprowadziła do wzrostu rentowności niemieckich obligacji. Podczas konferencji prasowej M. Dragi nawiązał również do ostatniego umocnienia euro. Powiedział on, że ostatni wzrost zmienności kursu euro jest czynnikiem niepewności, który wymaga monitorowania. Zaznaczył jednak, że choć kurs walutowy jest istotny dla wzrostu gospodarczego oraz stabilności cen nie jest celem EBC. Oczekujemy, że czerwcowa projekcja makroekonomiczna EBC wskaże na spadek inflacji bazowej w 2019 i 2020 r. Będzie to naszym zdaniem czynnik, który skłoni EBC do wydłużenia programu przy jednoczesnym ograniczeniu jego skali. W efekcie podtrzymujemy nasz scenariusz zgodnie z którym w czerwcu 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 poznaliśmy istotne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszyło się w IV kw. do 2,6% wobec 3,2% w III kw., co było poniżej oczekiwań rynku (3,0%). W kierunku jego obniżenia oddziaływały niższe wkłady eksportu netto (-1,13 pp. w IV kw. wobec 0,36 pp. w III kw.) oraz zapasów (-0,67 pp. wobec 0,79 pp.). Przeciwny efekt miały wyższe wkłady konsumpcji prywatnej (2,58 pp. wobec 1,49 pp.), inwestycji (1,27 pp. wobec 0,40 pp.) oraz wydatków rządowych (0,50 pp. wobec 0,12 pp.). W całym 2017 r. zwiększył się o 2,3% wobec wzrostu o 1,5% w 2016 r. W IV kw. ub. r. podobnie jak w całym 2017 r. głównym źródłem wzrostu PKB była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu opublikowano również dane o wstępnych zamówieniach na dobra trwałe, które zwiększyły się w grudniu o 2,9% m/m wobec wzrostu o 1,7% w listopadzie, co było przede wszystkim rezultatem wyższej dynamiki zamówień na środki transportu (efekt wzrostu zamówień na samoloty wojskowe i ich części). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w grudniu do 0,6% wobec 0,3% w listopadzie. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymująca się wysoka roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (8,4% w listopadzie i w grudniu), będących wskaźnikiem wyprzedzającym dla przyszłych inwestycji. W zeszłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży nowych domów (625 tys. w grudniu wobec 689 tys. w listopadzie) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,57 mln w grudniu wobec 5,78 mln w listopadzie), wskazujące na nieznaczne obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w grudniu. Prognozujemy, że w I kw. br. sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się do 2,0%.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne styczniowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zwiększył się w grudniu do 58,6 pkt. wobec 58,1 pkt. w grudniu, co jest jego najwyższym

poziomem od czerwca 2008 r. Na wzrost wskaźnika złożyła się wyższa wartość indeksu we Francji (59,7 pkt. w styczniu wobec 59,6 pkt. w grudniu) oraz jego obniżenie w Niemczech (58,8 pkt. wobec 58,9 pkt.). Zarówno we Francji jak i w Niemczech odnotowano wzrost składowej dla aktywności biznesowej w usługach oraz spadek składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem odnotowano zwiększenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługujenieznaczne zmniejszenie indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa do 61,2 pkt. w styczniu wobec 63,3 pkt. w grudniu, kiedy to osiągnął on najwyższy poziomu w historii. Jego spadek wynikał z obniżenia wkładów wszystkich 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów pozycji zakupionych oraz czasu dostaw). W naszej ocenie jest to efektem korekty po rekordowej wartości indeksu w grudniu i nie sygnalizuje on trwałego pogorszenia perspektyw popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych w Niemczech. Ubiegłotygodniowe wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszy się w I kw. do 0,5% wobec 0,7% w IV kw.

- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się styczniu do 20,4 pkt. wobec 17,4 pkt. w grudniu.** Zgodnie z komunikatem poprawa nastrojów wynikała z lepszej oceny sytuacji gospodarczej w Europie oraz w USA. Na szczególną uwagę zasługuje również ocena bieżącej sytuacji gospodarczej w Niemczech, która odnotowała najwyższy poziom w historii badania, czyli od grudnia 1991 r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny, który zwiększył w styczniu do 117,6 pkt. wobec 117,2 pkt. w grudniu, co jest najwyższym poziomem od listopada (najwyższy poziom w historii). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji , podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało obniżenie składowej dla oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w 2 z 4 działów (w przetwórstwie oraz w handlu hurtowym), podczas gdy pogorszenie koniunktury nastąpiło w handlu detalicznym oraz budownictwie. Ubiegłotygodniowe wyniki badań koniunktury dla Niemiec stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech w I kw. obniży się do 0,5% wobec 0,9% w IV kw.

Rosnące wynagrodzenia powoli napędzają inflację

Przy ocenie perspektyw kształtowania się inflacji w Polsce istotną kwestią jest obserwowane w ostatnich kwartałach szybkie nominalne tempo wzrostu płac, które może przyczynić się do narastania presji kosztowej. Analizy wpływu rosnących płac na inflację nie można jednak opierać bezpośrednio na kształtowaniu się dynamiki wynagrodzeń. Do oceny wpływu wzrostu płac na wysokość kosztów ponoszonych przez firmy konieczne jest również uwzględnienie tempa wzrostu wydajności pracy. Miarą uwzględniającą zmiany wydajności są tzw. jednostkowe koszty pracy. Stanowią one iloraz kosztów pracy przypadających na jednego pracownika oraz jego wydajności. Wzrost jednostkowych kosztów pracy może być zatem hamowany poprzez poprawę wydajności. Korzystając z powyższych zależności, wzrost wynagrodzeń można zdekomponować na część wynikającą ze wzrostu produktywności pracowników, a więc niegenerującą presji kosztowej dla pracodawców oraz część nieznajdującą odzwierciedlenia w wyższej produktywności (tj. wzrost jednostkowych kosztów pracy). Jest on skutkiem np. umacniającej się pozycji pracowników w negocjacjach płacowych. Ten czynnik pogarsza sytuację finansową przedsiębiorcy i generuje presję na wzrost cen produktów i inflacji.



Źródło: GUS, Credit Agricole, * wartości poza wykresem zostały przedstawione w ramkach

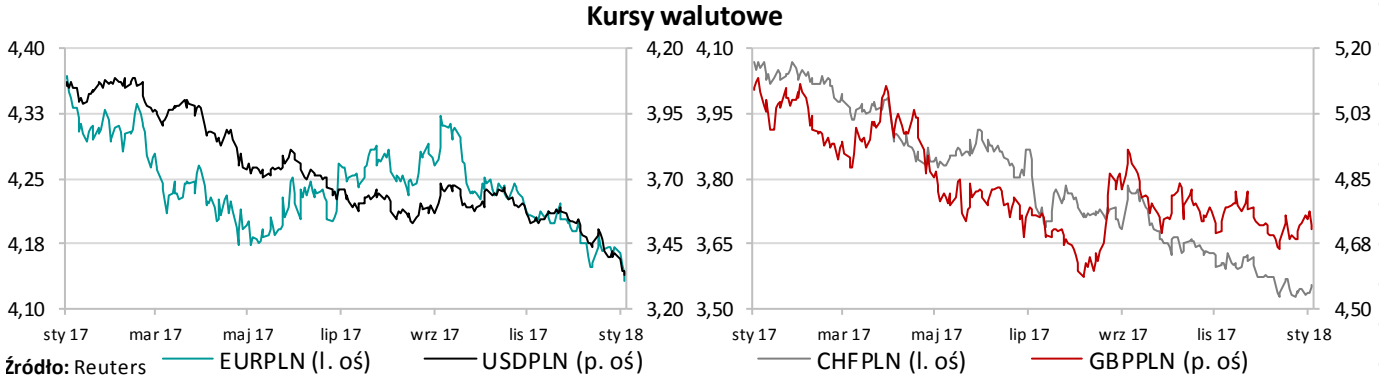
W IV kw. 2017 r. w 18 z 22 analizowanych przez nas branż przetwórstwa roczna przeciętna nominalna dynamika wynagrodzeń była wyższa niż rok wcześniej. Struktura danych o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw wskazuje zatem, że obserwowane w ostatnich kwartałach przyspieszenie wzrostu płac ma szeroki zakres. Jednak tylko w 8 branżach przetwórstwa (odpowiadających za 48,4% produkcji sprzedanej przetwórstwa i 46,5% funduszu płac) w kierunku przyspieszenia wzrostu nominalnych wynagrodzeń oddziaływał szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie w 17 branżach (odpowiadających za 69,4% produkcji sprzedanej przetwórstwa i 70,3% funduszu płac) w kierunku wyższej dynamiki płac oddziaływał szybszy wzrost produktywności. Oznacza to, że w dominującej części przetwórstwa przemysłowego w ubiegłym roku przyspieszenie nominalnych płac nie generowało presji na wzrost cen produktów finalnych.

W celu oszacowania wpływu zmian jednostkowych kosztów pracy na ceny produkcji sprzedanej przetwórstwa przemysłowego posłużyliśmy się modelowaniem ekonometrycznym. Dla każdej z 22 branż przetwórstwa przemysłowego stworzyliśmy osobny model ekonometryczny, w którym roczna dynamika cen produkcji sprzedanej (inflacja PPI) objaśniana jest przez nominalne tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy, dynamikę cen paliw oraz procesy średniej ruchomej. Zależności te w naszych modelach realizują się z kilkumiesięcznym opóźnieniem. W przypadku 13 branż wpływ tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy na dynamikę cen producentów jest dodatni i statystycznie istotny. Branże te reprezentują 66,7% przetwórstwa pod względem udziału w produkcji sprzedanej oraz 64,9% pod względem udziału w funduszu płac. Stworzyliśmy również analogiczny model dla całego przetwórstwa ogółem. Wynika z niego, że wzrost rocznej dynamiki nominalnych jednostkowych kosztów pracy o 1 pkt. proc. oddziałuje z dwumiesięcznym opóźnieniem w kierunku zwiększenia inflacji PPI o 0,1 pkt. proc. Oznacza to, że inflacja PPI w przetwórstwie zwiększyła się w ciągu 2017 r. o 0,7 pkt. proc. tylko ze względu na wyższe jednostkowe koszty pracy.

Z punktu widzenia oceny perspektyw polityki pieniężnej w Polsce, większe znaczenie ma wpływ zmian jednostkowych kosztów pracy na inflację CPI, niż na inflację PPI. Dlatego zbudowaliśmy również model ekonometryczny, w którym inflacja bazowa wyjaśniana jest przez opóźnione o kwartał dynamiki cen paliw i cen importu oraz opóźnione o pół roku nominalne tempo jednostkowych kosztów pracy poza rolnictwem. Na podstawie tego modelu szacujemy, że wzrost dynamiki nominalnych jednostkowych kosztów pracy poza rolnictwem miał ograniczony wpływ na wzrost inflacji bazowej w 2017 r. (poniżej 0,1 pkt. proc.). W 2018 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej w porównaniu do 2017 r., przy jednoczesnym spowolnieniu wzrostu gospodarczego i niższej dynamice zatrudnienia (por. tabela kwartalna). Wynikową tych tendencji będzie nieznacznie wyższa dynamika jednostkowych kosztów pracy. Przyczyni się ona jednak do tylko umiarkowanego wzrostu inflacji bazowej.

W naszej analizie uwzględniamy tylko wpływ rosnących wynagrodzeń na wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw. Pomijamy natomiast kanał oddziaływania poprzez wyższą presję popytową. Biorąc pod uwagę oba czynniki, naszym zdaniem inflacja bazowa wzrośnie do 2,0% r/r w IV kw. br. Jednocześnie inflację CPI będzie ograniczała prognozowana przez nas kontynuacja spadku dynamiki cen żywności oraz dynamika cen paliw, która naszym zdaniem w IV kw. 2018 r. ukształtuje się poniżej poziomu odnotowanego w IV kw. ub. r. Zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza polityki pieniężnej, zgodnie z którym w warunkach umiarkowanej presji płacowej i oczekiwanego w najbliższych kwartałach stopniowego spadku inflacji do poziomu znacząco poniżej celu inflacyjnego, RPP utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie do połowy 2019 r. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza inflacyjnego i – pośrednio – prognozy stóp procentowych NBP jest odnotowany w ostatnich tygodniach znaczący wzrost cen ropy naftowej, sygnalizujący wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia wtórnych impulsów inflacyjnych związanych ze wzrostem cen nośników energii.

Złoty najsilniejszy względem dolara od 2014 r.



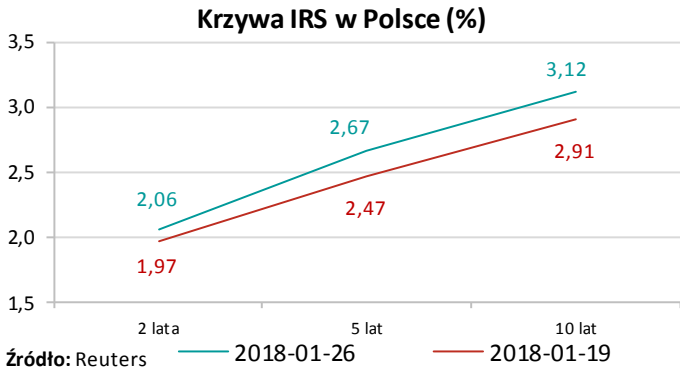
Źródło: Reuters

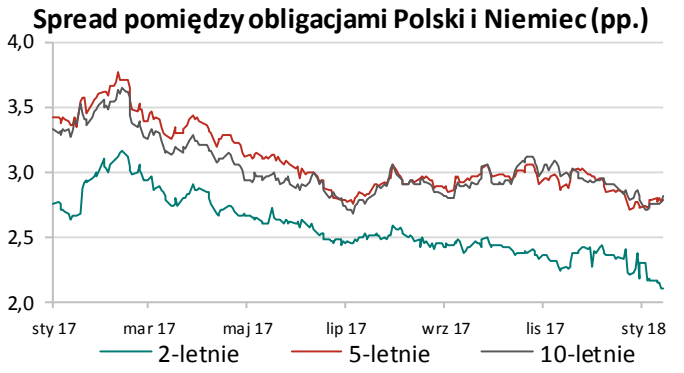
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1329 (umocnienie złotego o 0,9%). W poniedziałek i we wtorek kurs złotego był stabilny, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. W środę doszło do spadku kursu EURPLN wspieranego przez zwiększony popyt ze strony inwestorów zagranicznych, którzy skupowali złotego przed zaplanowaną na piątek aukcją polskiego długu. W czwartek złoty kontynuował aprecjację, mimo jastrzębiego wydźwięku konferencji po posiedzeniu EBC. W piątek obserwowana była nieznaczna korekta, jednak pod koniec dnia kurs EURPLN powrócił do poziomu nieznacznie powyżej 4,13.

W ubiegłym tygodniu obserwowana była dalsza deprecjacja dolara względem euro wspierana przez środową wypowiedź sekretarza skarbu Stanów Zjednoczonych S. Mnuchina, który na forum ekonomicznym w Davos wyraził opinię, że z zadowoleniem przyjmuje on obserwowaną w ostatnich miesiącach deprecjację dolara. W efekcie w ubiegłym tygodniu kurs USDPLN obniżył się do najniższego poziomu od października 2014 r.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego będzie posiedzenie FOMC. Uważamy jednak, że będzie miało ono ograniczony wpływ na rynek. W centrum uwagi inwestorów będzie również publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy. Nasze prognozy są zbliżone do konsensusu, tym samym ich realizacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego będą również pozostałe dane z USA (indeks Conference Board, indeks ISM dla przetwórstwa, finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Uważamy, że dane ze strefy euro (wstępny szacunek PKB w IV kw., wstępna inflacja), Chin (indeksy PMI dla przetwórstwa) i z Polski (PKB w 2017 r., wstępny indeks PMI dla przetwórstwa) nie będą miały istotnego wpływu na rynek.

Jastrzębia wypowiedź M. Draghiego podbiła stawki IRS





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 2,06 (wzrost o 9 pb), 5-letnie do poziomu 2,67 (wzrost o 20pb), a 10-letnie do poziomu 3,1151 (wzrost o 21pb). W pierwszej części tygodnia obserwowana była stabilizacja stawek IRS. W czwartek podczas konferencji prasowej po posiedzeniu EBC doszło do silnego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej. Był on spowodowany wypowiedzią prezesa EBC M. Draghiego nt. przyszłości programu luzowania ilościowego, która została odebrana przez rynek jako jastrzębia. W piątek wzrost stawek IRS był kontynuowany. W piątek odbyła się aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 4-, 5- i 10-letnich terminach zapadalności za 7,0 mld zł przy popycie równym 10,4 mld zł. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. W naszej ocenie nie będzie miało ono jednak istotnego wpływu na stawki IRS. Neutralna dla krzywej będzie także zaplanowana na piątek publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy oraz pozostałe dane z USA (indeks Conference Board, indeks ISM dla przetwórstwa, finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Ograniczony wpływ na stawki IRS będą miały naszym zdaniem także dane ze strefy euro wstępny szacunek PKB w IV kw., wstępna inflacja) i z Polski (PKB w 2017 r., wstępny indeks PMI dla przetwórstwa).

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	**4,15**
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	**3,35**
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	**3,56**
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	2,3	1,8	1,9	2,0	1,2	2,0	1,7	2,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,73	1,73	1,73	1,72	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 29.01.2018r.				
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Grudzień	0,4		
		Wtorek 30.01.2018r.				
10:00	**Polska**	**Roczny PKB (% r/r)**	**2017**	**2,9**	**4,5**	**4,5**
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,6	0,7	0,6
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Styczeń	1,66		1,70
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	1,6	1,6	1,6
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Listopad	0,7		0,7
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	122,1	124,5	123,0
		Środa 31.01.2018r.				
2:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Styczeń	51,6	51,5	51,5
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	1,4	1,2	1,3
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	8,7		8,7
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Styczeń	250		183
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Styczeń	67,6		64,2
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Styczeń	1,50	1,50	1,50
		Czwartek 01.02.2018r.				
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	51,5	52,0	51,3
9:00	**Polska**	**Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)**	**Styczeń**	**55,0**	**55,2**	**55,2**
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	61,2	61,2	61,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	59,6	59,6	59,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	233		235
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	55,5	55,5	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	59,7	58,8	59,0
		Piątek 02.02.2018r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	2,8		2,3
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	4,1	4,1	4,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Styczeń	148	180	178
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	94,4	95,0	95,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	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

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.