

W tym tygodniu

- ✔ **Na piątek zaplanowana jest aktualizacja długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje Fitch i S&P.** W czerwcu br. Fitch utrzymał długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, w tym m.in. dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz wiarygodną politykę pieniężną. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu są relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz relatywnie wysoki dług zagraniczny netto. Z kolei agencja S&P utrzymała w kwietniu br. długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie BBB+ i zmieniła perspektywę ratingu ze stabilnej na pozytywną. W uzasadnieniu do decyzji, S&P zaznaczył, że ożywienie gospodarcze w Polsce będzie trwało dłużej niż agencja wcześniej oczekiwała, co będzie miało pozytywny wpływ na sytuację w finansach publicznych. Zmiana perspektywy była również odzwierciedleniem przekonania S&P, że zacieśnienie systemu podatkowego przez rząd przyczyniło się do trwałego wzrostu dochodów budżetowych. Ponadto agencja zwróciła uwagę, że rząd najprawdopodobniej poradzi sobie z potencjalnymi czynnikami ryzyka związanymi z przegrzewającą się (w ocenie S&P) gospodarką oraz złagodzi napięcia na linii Polska–Unia Europejska. Uważamy, że Fitch utrzyma rating kredytowy na poziomie A- i jego stabilną perspektywę. W przypadku agencji S&P uważamy, że przedłużający się konflikt Polski z Unią Europejską zostanie odnotowany w komunikacie, jednak – w warunkach dobrych fundamentów makroekonomicznych polskiej gospodarki – nie będzie on wystarczającym argumentem za zmianą perspektywy ratingu z powrotem na stabilną. W rezultacie oczekujemy, że S&P również utrzyma rating na dotychczasowym poziomie (BBB+) i nie zmieni jego pozytywnej perspektywy. Decyzje agencji zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nie nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.
- ✔ **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja CPI zmniejszyła się do 2,4% r/r we wrześniu z 2,7% w sierpniu ze względu na spadek dynamiki cen nośników energii. Oczekujemy, że inflacja bazowa nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 2,2% r/r. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w październiku do 99,5 pkt. z 100,1 pkt. we wrześniu. Uważamy, że publikacja danych dotyczących amerykańskiej gospodarki będzie neutralna dla rynków finansowych.
- ✔ **W piątek poznamy dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego saldo zmniejszyło się we wrześniu do 10,1 mld USD wobec 27,9 mld USD w sierpniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła we wrześniu do 3,4% r/r wobec 9,8% w sierpniu, podczas gdy dynamika importu obniżyła się do 14,9% wobec 19,9%. Wyraźne zmniejszenie dynamiki eksportu i spadek salda bilansu w znacznym stopniu związane było z wprowadzonymi przez USA pod koniec sierpnia podwyższonymi cłami na import wybranych towarów z Chin. Ogłoszona w weekend decyzja Ludowego Banku Chin o obniżeniu stopy rezerw obowiązkowych o 100 pb jest pozytywna dla złotego i będzie to główny czynnik kształtujący nastroje rynkowe w tym tygodniu. Dlatego, mimo iż nasze prognozy eksportu i salda bilansu kształtują się poniżej konsensusu rynkowego, to publikacja tych danych będzie miała tylko ograniczony negatywny wpływ dla kursu złotego.

W zeszłym tygodniu

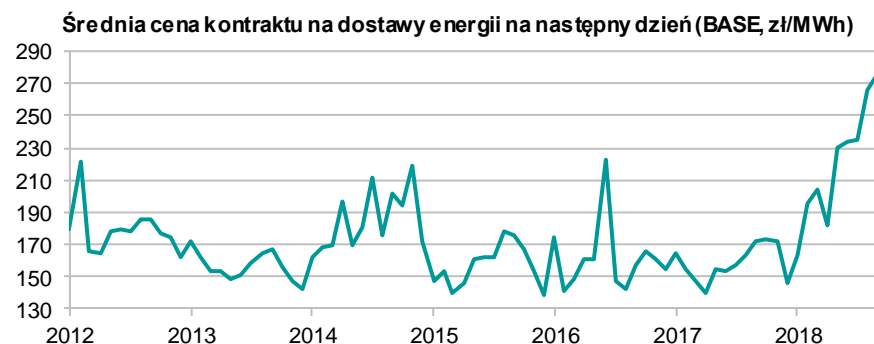
- ▮ **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się we wrześniu o 134 tys. wobec wzrostu o 270 tys. w sierpniu (rewizja w górę z 201 tys.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 180 tys.). Częściowo wynikało to z negatywnego wpływ huraganu Florence na zatrudnienie na Południowym Wybrzeżu, w szczególności w dziale „turystyka i rekreacja”.** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+54,0 tys.), transporcie i magazynowaniu (+23,8 tys.) oraz w budownictwie (+23,0 tys.). Spadek zatrudnienia nastąpił natomiast w handlu detalicznym (-20,0 tys.), turystyce i rekreacji (-17,0 tys.) oraz w pozostałych usługach (-1,0 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się we wrześniu do 3,7% wobec 3,9% w sierpniu, co było poniżej oczekiwań rynku (3,8%) i wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,5%, por. MAKROmapa z 2.10.2018). Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej we wrześniu nie zmienił się w porównaniu do sierpnia i wyniósł 62,7%. Tym samym spadek stopy bezrobocia był efektem silniejszego wzrostu liczby zatrudnionych od liczby bezrobotnych. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego obniżyła się we wrześniu do 2,8% wobec 2,9% w sierpniu, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Mimo, że wzrost zatrudnienia poza rolnictwem był niższy od oczekiwań, to znacząca rewizja w górę danych za wrzesień, a także silniejszy od prognoz spadek stopy bezrobocia sprawiły, że dane zostały odebrane przez rynek jako jastrzębie i doprowadziły do przejściowego umocnienia dolara względem euro. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się we wrześniu do 59,8 pkt. wobec 61,4 pkt. w sierpniu. W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, czasu dostaw oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji oraz zatrudnienia). W naszej ocenie spadek indeksu jest korektą, po tym jak w sierpniu br. osiągnął on najwyższą wartość od maja 2004 r. Wzrost odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się we wrześniu do 61,6 pkt. wobec 58,5 pkt. w sierpniu, co jest jego najwyższym poziomem w historii. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw). Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w grudniu br. FED podniesie stopy procentowe o 25 pb, w 2019 r. skala zacieśniania polityki monetarnej w USA wyniesie 100 pb, a tym samym będzie o 25 pb wyższa niż wskazywana w ostatniej projekcji FED. Rynek wycenia obecnie dwie podwyżki stóp procentowych w 2019 r.
- ▮ **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 obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Rada stwierdziła również, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach, a zgodnie z dostępnymi prognozami w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. Na konferencji po posiedzeniu RPP A. Głapiński podtrzymał ocenę, zgodnie z którą stopy procentowe NBP najprawdopodobniej nie zmienią się do końca 2019 r. Na szczególną uwagę zasługuje wypowiedź prezesa NBP dotycząca sposobu rozumienia celu inflacyjnego RPP. W jego ocenie cel ten ma charakter przedziałowy (1,5% - 3,5%), a nie punktowy (2,5% +/- 1 pkt. proc.): "dopóki jesteśmy w przedziale to jesteśmy w celu". Jest to w naszej ocenie wypowiedź przełomowa, oznaczająca odejście od sposobu rozumienia celu przez Rady Polityki Pieniężnej poprzednich kadencji. Można ją bowiem interpretować jako tolerancję dla długotrwałego utrzymywania się inflacji powyżej 2,5% ale poniżej 3,5%, co oznacza zmniejszenie przestrzeni dla podwyżek stóp procentowych w średnim okresie (por. MAKROpuls z 3.10.2018). Na konferencji

prasowej poruszony został również temat możliwości zastosowania przez RPP narzędzi niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w warunkach spowolnienia gospodarczego. W ocenie A. Glapińskiego narzędzia te mieszają się w instrumentarium NBP. W naszej ocenie perspektywa zastosowania przez RPP tych narzędzi jest jednak odległa. Na konferencji prasowej poruszony został także temat wpływu podwyżek cen prądu dla przedsiębiorstw na inflację, który w ocenie A. Glapińskiego będzie ograniczony. wypowiedzi A. Glapińskiego są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się do końca 2019 r. (pierwsza podwyżka stóp o 25 pb w marcu 2020 r.).

- ✔ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się do 50,5 pkt. we wrześniu wobec 51,4 pkt. w sierpniu.** W rezultacie wskaźnik ukształtował się na najniższym poziomie od października 2016 r. i tylko nieznacznie powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku obniżenia indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia, czasu dostaw oraz bieżącej produkcji). Przeciwny efekt miał wyższy wkład składowej dla zapasów. W strukturze danych na uwagę zasługuje pogłębiający się spadek nowych zamówień eksportowych w ujęciu miesięcznym. Tempo tego spadku było najszybsze od lipca 2014 r. Uważamy, że spadek popytu zagranicznego był związany z obserwowanym w ostatnich miesiącach spowolnieniem w światowym handlu, które ograniczało eksport strefy euro, w tym Niemiec. Przeciętą wartością polskiego indeksu PMI w okresie lipiec-wrzesień (51,6 pkt.) ukształtowała się znacząco poniżej swojej średniej wartości w II kw. (53,8 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy dynamiki PKB w III kw. (4,4% r/r wobec 5,1% w II kw.).
- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce obniżyła się we wrześniu do 1,8% r/r wobec 2,0% w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (1,9%) i powyżej naszej prognozy (1,7%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji ogółem oddziaływała niższa dynamika cen nośników energii (1,8% r/r we wrześniu wobec 2,1% w sierpniu) oraz paliw (11,9% r/r wobec 15,3%), podczas gdy przeciwny efekt miała wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,3% r/r wobec 2,1%). Na tej podstawie szacujemy, że inflacja bazowa zmniejszyła się we wrześniu do 0,8% r/r wobec 0,9% w sierpniu. Dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych okazała się wyraźnie wyższa od naszych oczekiwań (zakładaliśmy jej znaczący spadek związany z efektami wysokiej bazy sprzed roku w przypadku cen m.in. owoców, jaj i masła). Najprawdopodobniej przyczyną wzrostu inflacji w tej kategorii były wyraźnie wyższe dynamiki cen warzyw oraz pieczywa ze względu na suszę. Stanowi to ryzyko w górę dla naszej ścieżki inflacji w kolejnych kwartałach.
- ✔ **Miesięczna dynamika zamówień w niemieckim przemyśle wzrosła w sierpniu do 2,0% m/m wobec -0,9% w lipcu.** W kierunku jej zwiększenia oddziaływała wyższa dynamika zamówień zagranicznych (5,8% m/m w sierpniu wobec -3,3% w lipcu), podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika zamówień krajowych (-2,9% m/m wobec 2,4%). Dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle charakteryzują się wysoką zmiennością, stąd należy podchodzić do nich z dużą ostrożnością, szczególnie w kontekście obserwowanego od początku br. spowolnienia w światowym handlu. Dzisiaj opublikowane zostały dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zwiększyła się w sierpniu do -0,3% wobec -1,3% w lipcu, co było poniżej oczekiwań rynku (0,4%). W kierunku jej wzrostu oddziaływała wyższa dynamika produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny efekt miało jej obniżenie w budownictwie. Uwzględniając napływające wyniki badań koniunktury z niemieckiej gospodarki (PMI) podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech w III kw. nie zmieni się w porównaniu do II kw. i wyniesie 0,5% (por. MAKROmapa z 24.09.2018).

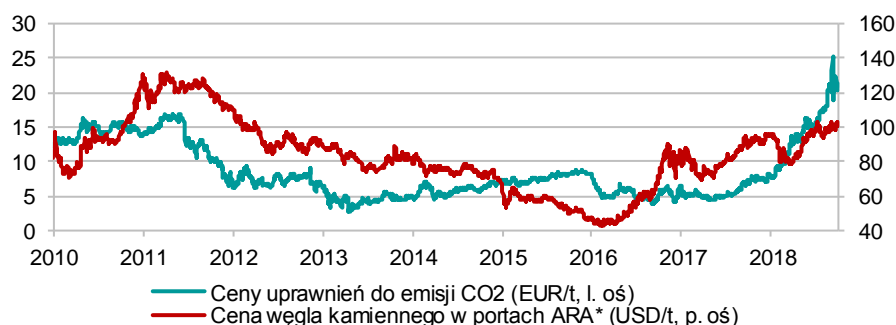
Czy przedsiębiorstwa zostaną porażone prądem?

Od początku 2018 r. obserwowany jest silny wzrost hurtowych cen energii w Polsce. Średnia cena kontraktu na dostawy energii na następny dzień (BASE) na Towarowej Giełdzie Energii (TGE) we wrześniu wyniosła 276,24 zł/MWh (+60,2% r/r). Z kolei cena kontraktu z dostawą na następny rok (BASE_Y-19) wyniosła 285,53 zł/MWh (+71,5% r/r). Przedmiotem



Źródło: TGE, Credit Agricole

poniższej analizy jest ocena wpływu wzrostu hurtowych cen energii na koszty funkcjonowania oraz ustalania cen przez przedsiębiorstwa w Polsce.



Źródło: EEX, Datastream, Credit Agricole

* Amsterdam, Rotterdam, Antwerpia

Wyższe hurtowe ceny energii wynikają z dwóch czynników. Pierwszym z nich jest wzrost cen praw do emisji CO₂, których cena na Europejskiej Giełdzie Energii (EEX) we wrześniu br. wyniosła 21,42 EUR/t (+215,3% r/r). Jest on skutkiem reformy europejskiego systemu handlu emisjami, która w 2019 r. zmniejszy ilość dostępnych w aukcjach uprawnień CO₂. Drugim

czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen energii jest wyższa cena węgla, która we wrześniu wyniosła 100,69 USD/t (+11,1% r/r, cena węgla ARA). Wymienione wyżej czynniki mają szczególnie silny wpływ na ceny energii w Polsce, gdyż ok. 80% prądu w Polsce powstaje w elektrowniach węglowych. Rynek energii dla przedsiębiorstw w Polsce jest zderegulowany. Oznacza to, że w przeciwieństwie do rynku energii dla gospodarstw domowych ceny nie są ustalane przez Urząd Regulacji Energii lecz są w znaczącym stopniu wynikiem działania prawa popytu i podaży. Uwzględniając najczęściej stosowane przez firmy strategie zakupu energii w Polsce uważamy, że polskie przedsiębiorstwa odczują wzrost cen prądu z początkiem 2019 r. i zgodnie z naszymi szacunkami wyniesie on najprawdopodobniej od 50% do 70% r/r.

W celu oszacowania wpływu wyższych cen energii elektrycznej na koszty i przychody firm posłużyliśmy się danymi z bazy PONT Info. Informacje zawarte w bazie danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 i F-02 wypełnianych przez przedsiębiorstwa reprezentujące poszczególne działy gospodarki. Do pomiaru transmisji wyższych cen energii użyliśmy dwóch wskaźników: udziału kosztów energii ogółem (prądu, gazu, ogrzewania i innych) w całkowitych kosztach (dalej energochłonność kosztowa) oraz udziału kosztów energii ogółem w przychodach (dalej energochłonność przychodowa). Należy zwrócić uwagę, że koszty energii miały dotychczas ograniczone znaczenie w strukturze kosztów firm. W przypadku wszystkich branż ogółem koszty energii stanowiły w 2017 r. przeciętnie 1,36% przychodów i 1,44% kosztów, a w przypadku przetwórstwa wskaźniki te wyniosły odpowiednio 1,56% i 1,65%. W najbardziej energochłonnych kategoriach przetwórstwa (np. produkcja metali) współczynniki te kształtują się blisko 5%, a w górnictwie w okolicach 4%. Wyjątkiem

jest sekcja „działalność związana z obsługą rynku nieruchomości”, w której koszty energii mają duże znaczenie – energochłonność przychodowa kształtuje się powyżej 20%.

Uważamy, że reakcja firmy na wyższe ceny energii będzie odmienna w zależności od branży, co wynika ze zróżnicowanej możliwości przerzucenia cen energii na odbiorcę finalnego. Dlatego oszacowaliśmy po dwa równania dla 38 branż gospodarki. W pierwszym z nich energochłonność kosztowa uzależniona jest od cen energii, a w drugim ceny energii objaśniają zmiany energochłonności przychodowej. Parametry w obu równaniach przyjmują statystycznie istotną wartość dodatnią albo są statystycznie nieistotnie różne od zera. Na podstawie wyników modelowania ekonometrycznego branże możemy podzielić na trzy grupy:

- 1) Parametry w obu równaniach są dodatnie i statystycznie istotne. W firmach z tej grupy wzrost cen energii powoduje zwiększenie udziału kosztów energii zarówno w kosztach ogółem, jak i w przychodach. Oznacza to, że firmy nie przerzucają wyższych cen prądu na kontrahentów, co prowadzi do spadku ich marży lub wymaga obniżenia innych kosztów. W tej grupie wzrost cen prądu jest neutralny w kontekście cen produkcji sprzedanej przemysłu (inflacja PPI). Do tej grupy można zaliczyć m.in.: przetwórstwo ogółem, w tym produkcję drewna, wyrobów chemicznych, wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych oraz metali.
- 2) Parametr w równaniu kosztowym jest dodatni i statystycznie istotny, ale parametr w równaniu wyjaśniającym energochłonność przychodową nie różni się statystycznie od zera. W tej grupie przedsiębiorstw wyższe ceny prądu powodują wzrost energochłonności kosztowej, jednak udział kosztów energii w przychodach pozostaje bez zmian. Oznacza to, że takie firmy przerzucają w pełni wyższe koszty prądu na odbiorców (podwyższając ceny swoich produktów) lub na swoich poddostawców (wymuszając na nich obniżki cen dostarczanych towarów). W tych branżach wyższe ceny prądu będą oddziaływały w kierunku wzrostu inflacji PPI. Do tej grupy można zaliczyć m.in.: górnictwo, produkcję żywności, papieru, substancji farmaceutycznych, maszyn i urządzeń. Wzrostu cen można się również spodziewać w przypadku usług transportowych i pozostałej działalności usługowej.
- 3) Parametr w równaniu kosztowym nie jest statystycznie różny od zera. Oznacza to, że wzrost cen prądu nie prowadzi do istotnego wzrostu ich udziału w kosztach ogółem. Są to zazwyczaj branże, w których zapotrzebowanie na energię elektryczną jest ograniczone – w większości z nich energochłonność kształtuje się poniżej 1,0%. W tej grupie wzrost cen energii będzie neutralny dla cen finalnych produktów. Do tej grupy można zaliczyć rolnictwo, budownictwo, niektóre branże przetwórstwa (produkcja napojów, odzieży, wyrobów skórzanych, metalowych wyrobów gotowych, komputerów, pojazdów samochodowych, mebli) oraz branże usługowe (informacja i komunikacja, handel, działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi), działalność finansowa i ubezpieczeniowa, opieka zdrowotna).

Powyższe modelowanie ekonometryczne wskazuje, że w ostatnich latach we wszystkich branżach polskiej gospodarki łącznie wzrost cen energii elektrycznej o 10% powodował wzrost energochłonności kosztowej o 0,17 pkt. proc. Z kolei przyspieszenie rocznego wzrostu cen prądu (tj. wzrost rocznej dynamiki) o 10 pkt. proc. spowoduje szybszy (z roku na rok) przyrost energochłonności przychodowej o 0,07 pkt. proc. (wymogi modelowania ekonometrycznego wymusiły posługiwanie się poziomem cen w jednym modelu, a dynamiką cen w drugim równaniu).

Uzyskane wyniki wskazują, że transmisja wyższych kosztów energii na koszty ogółem działalności przedsiębiorstw była dotychczas ograniczona. Uważamy jednak, że w obecnych warunkach rynkowych do powyższych szacunków należy podchodzić ostrożnie. Do końca 2017 r. zmiany cen energii dla przedsiębiorstw charakteryzowały się bowiem łagodnym przebiegiem i poza 2009 r. nie przekraczały 10% w ujęciu r/r. W rezultacie firmy były zazwyczaj w stanie same zaabsorbować wyższe koszty, nie przerzucając ich na klientów lub stopniowo podwyższać ceny, rozkładając ten szok w czasie. W

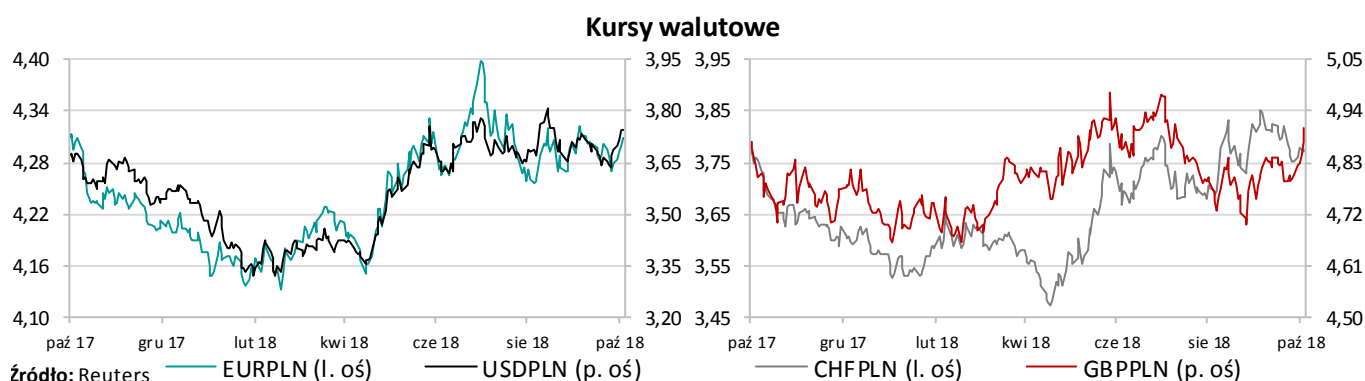
warunkach obserwowanego obecnie gwałtownego wzrostu cen prądu, funkcja reakcji przedsiębiorstw może być inna – najprawdopodobniej większa część szoku znajdzie odzwierciedlenie w wyższych cenach finalnych produktów.

Z drugiej strony, powyższe parametry mogą przeszacowywać bezpośredni wpływ wyższych cen prądu na ceny producentów. Historycznie można bowiem zaobserwować umiarkowaną dodatnią korelację pomiędzy cenami prądu i innych nośników energii, co oznacza, że powyższe parametry uwzględniają również jednoczesny proinflacyjny efekt wzrostu cen innych nośników.

Zakładając wzrost cen prądu o 50-70%, dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu zwiększy się o 0,9-1,2 pkt. proc. na początku 2019 r. W ramach sektorów tzw. dóbr niehandlowych (głównie usługi), nie wchodzących w skład wskaźnika inflacji PPI, wzrost cen prądu będzie miał ograniczony wpływ na ceny finalnych produktów. Należą one bowiem do trzeciej wymienionej powyżej grupy branż, w których koszty prądu mają ograniczony charakter cenotwórczy.

Uważamy, że wzrost cen prądu będzie oddziaływał w kierunku nie tylko wzrostu cen produktów finalnych, ale również ograniczania innych kosztów przez przedsiębiorstwa, w tym przede wszystkim kosztów pracy. Jest to zgodne z naszą prognozą spowolnienia wzrostu wynagrodzeń w 2019 r. (6,6% wobec 6,9% w 2018 r.). Analizę wpływu wyższych cen prądu na ceny konsumentów (inflacja CPI) przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

Decyzja Ludowego Banku Chin pozytywna dla złotego



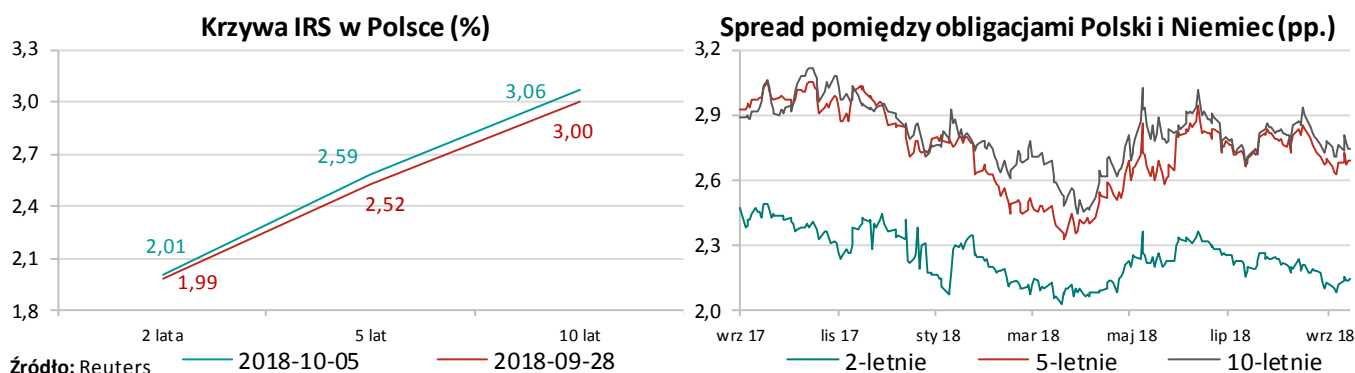
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3084 (osłabienie złotego o 0,7%). Od poniedziałku do piątku kurs EURPLN znajdował się w trendzie wzrostowym. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego była jastrzębia wypowiedź szefa FED J. Powella, który w środę wieczorem powiedział, że perspektywy gospodarcze w USA są bardzo korzystne, a stopy procentowe mogą wzrosnąć powyżej poziomu równowagi. Negatywny dla złotego był również gołębi wydzźwięk wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego podczas konferencji prasowej po posiedzeniu RPP (patrz powyżej). W piątek doszło do korekty i nieznacznego umocnienia złotego. Opublikowane w piątek po południu dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA doprowadziły do przejściowej, nieznaczącej deprecjacji polskiej waluty.

Z uwagi na naturę ubiegłotygodniowego umocnienia złotego, które było przede wszystkim skutkiem odpływu kapitału z rynków wschodzących po wypowiedzi J. Powella, złoty tracił również względem innych głównych walut. W efekcie w ubiegłym tygodniu polska waluta osłabiła się względem dolara amerykańskiego (o 1,5%), franka szwajcarskiego (o 0,5%) oraz funta brytyjskiego (o 2,0%). Wyraźnemu

umocnieniu funta względem złotego sprzyjał spadek kursu EURGBP związany ze zmniejszeniem niepewności wokół Brexitu.

Ogłoszona w weekend decyzja Ludowego Banku Chin o obniżeniu stopy rezerw obowiązkowych jest pozytywna dla złotego. Uważamy, że zaplanowana na piątek publikacja danych nt. chińskiego bilansu handlowego – wskazująca na silniejszy od oczekiwań spadek dynamiki chińskiego eksportu – pozostanie w cieniu złagodzenia polityki monetarnej w tym kraju i będzie miała ograniczony negatywny wpływ na złotego. Sumaryczny wpływ danych z USA (inflacja CPI, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) na kurs złotego będzie naszym zdaniem ograniczony. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencje S&P oraz Fitch zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, tym samym ich wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Silny wzrost stawek IRS w ślad za amerykańskim rynkiem



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 2,01 (wzrost o 2pb), 5-letnie do poziomu do 2,59 (wzrost o 7pb), a 10-letnie do 3,06 (wzrost o 6 pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkiem amerykańskim. Wzrost rentowności obligacji w USA był spowodowany wypowiedzią szefa FED J. Powella, który ocenił perspektywy gospodarcze w USA jako bardzo korzystne. Jego zdaniem stopy procentowe w USA mogą wzrosnąć powyżej poziomu równowagi. Posiedzenie RPP miało ograniczony wpływ na rynek. Do nieznacznego spadku stawek IRS przyczyniły się natomiast dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. W czwartek odbyła się aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 3-, 6-, 10-, 29- letnich terminach zapadalności za 5,97 mld zł przy popycie równym 8,67 mld zł. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą.

Ogłoszona w weekend decyzja Ludowego Banku Chin o obniżeniu stopy rezerw obowiązkowych jest neutralna dla krzywej. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane z USA (inflacja CPI, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Uważamy jednak, że będą miały one ograniczony wpływ na stawki IRS. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencje S&P oraz Fitch zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, tym samym ich wpływ na krzywą zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 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*	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,18
Kurs USDPLN*	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,51
Kurs CHFPLN*	3,77	3,65	3,59	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,63
Inflacja CPI (r/r, %)	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	4,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	2,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	8,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	7,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	218	206	54	-847	1955	-782	-785	-90	169	-240	-809	-783		
Eksport (r/r, % EUR)	11,5	15,8	15,5	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,9	2,7	9,0	9,8	5,2		
Import (r/r, % EUR)	8,9	15,4	15,9	10,9	16,7	8,1	1,4	11,1	1,5	10,2	11,6	10,0		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2018				2019				2017	2018	2019	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	5,2	5,1	4,4	4,5	3,7	3,5	3,4	3,3	4,8	4,8	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,8	4,9	4,8	4,7	4,4	3,9	3,7	3,6	4,9	4,8	3,9	
Inwestycje (% r/r)	8,1	4,5	8,0	8,5	6,2	4,4	3,4	2,9	3,9	7,5	3,9	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	1,1	6,9	5,8	4,8	3,7	5,0	5,3	4,8	9,5	4,7	4,7	
Import (ceny stałe, % r/r)	3,5	6,5	7,3	5,9	5,3	6,4	6,1	5,3	10,0	5,8	5,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,9	2,8	2,3	2,8	2,3	2,2	1,8	2,8	2,8	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,9	0,7	1,4	2,1	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	1,4	0,7
	Eksport netto (pp.)	-1,2	0,5	-0,5	-0,4	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	-0,5	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,2	0,0	-0,4	-0,7	-1,0	-0,9	-0,7	-0,7	0,2	-0,7	-0,7	
Stopa bezrobocia (%)**	6,6	5,9	5,8	5,9	6,2	5,8	5,8	5,9	6,6	5,9	5,9	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,4	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	0,9	0,4	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,2	7,1	7,3	6,9	7,3	6,7	6,2	6,3	5,3	6,9	6,6	
Inflacja CPI (%)*	1,5	1,7	1,9	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	2,0	1,6	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,80	1,72	1,72	1,80	
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	
EURPLN**	4,21	4,37	4,28	4,29	4,27	4,25	4,20	4,15	4,18	4,29	4,15	
USDPLN**	3,42	3,74	3,69	3,61	3,53	3,46	3,36	3,27	3,48	3,61	3,27	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA*	
				POPZEDNIA WARTOŚĆ	CA RYNEK**
Poniedziałek 08.10.2018r.					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-1,1	0,4
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	12,0	11,7
Wtorek 09.10.2018r.					
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	15,8	16,4
Środa 10.10.2018r.					
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	0,8	0,7
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	0,0	
Czwartek 11.10.2018r.					
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Wrzesień	0,2	0,1 0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Wrzesień	0,1	0,2 0,2
Piątek 12.10.2018r.					
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Wrzesień	27,9	10,1 21,0
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-0,8	0,4
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	100,1	99,5 100,4

* 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