

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja finalnych danych o wrześniowej inflacji w Polsce.** Prawdopodobieństwo, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w dół w porównaniu do wstępnego szacunku (1,8% r/r), a tym samym zmaterializuje się nasza prognoza (1,7%), oceniamy jako niskie. W kierunku spadku wskaźnika względem sierpnia (2,0%) oddziaływała niższa dynamika cen nośników energii i paliw oraz niższa inflacja bazowa. Publikacja będzie szczególnie istotna z punktu widzenia zaskakującego przyspieszenia wzrostu cen żywności we wrześniu. Przyniesie ona odpowiedź na pytanie, które artykuły żywnościowe odpowiadały za ten szok cenowy. Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótko- i średniookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA, przede wszystkim w kontekście efektów działań protekcyjnych administracji D. Trumpa. Szczególnie istotne będą również opinie członków FOMC dotyczące wykreślenia z wrześniowego komunikatu fragmentu mówiącego o tym, że „polityka monetarna pozostaje akomodacyjna, wspierając poprawę sytuacji na rynku pracy i trwałą powrót inflacji do celu inflacyjnego na poziomie 2%”. Uważamy, że opis dyskusji po posiedzeniu nie dostarczy nowych informacji, które zmieniąby nasz scenariusz zakładający jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych br. i cztery kolejne w 2019 r., jednak publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 0,1% m/m we wrześniu wobec wzrostu o 0,4% w sierpniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Oczekujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyła się we wrześniu do 0,7% m/m z 0,1% w sierpniu ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że kontynuację lekkiego spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1231 tys. we wrześniu wobec 1282 tys. w sierpniu), pozwoleń na budowę (1268 tys. wobec 1249 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,30 mln wobec 5,34 mln). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks NY Empire State zwiększył się do 21,0 pkt. w październiku wobec 19,0 pkt. we wrześniu, z kolei indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 20,5 pkt. wobec 22,9 pkt. we wrześniu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek poznamy indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszy się do -12,5 pkt. w październiku wobec -10,6 pkt. we wrześniu. W kierunku pogorszenia nastrojów inwestorów oddziaływały seria gorszych od oczekiwań danych dotyczących niemieckiej gospodarki oraz nasilenie napięć na linii USA-Chiny.
- **W piątek opublikowane zostaną ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w III kw. zmniejszyło się do 6,6% r/r wobec 6,7% w II kw. Uważamy, że dane miesięczne również wskażą na lekkie spowolnienie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej we wrześniu. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,0% r/r we wrześniu wobec 6,1% w sierpniu, sprzedaż detaliczna wzrosła o 8,9% r/r wobec 9,0%, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 5,3% r/r. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w sierpniu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 783 mln EUR wobec 809 mln EUR w lipcu, co będzie wynikało głównie ze zwiększenia salda transferów Polska-Unia Europejska. Prognozujemy, że pod wpływem negatywnych efektów kalendarzowych dynamika eksportu

zmniejszyła się w sierpniu do 5,2% r/r wobec 9,8% w lipcu, a dynamika importu obniżyła się do 10,0% r/r wobec 11,6%. Mimo, że nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (-396 mln EUR), uważamy, że jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

- ✔ **We wtorek poznamy wrześniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 3,4% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się we wrześniu do 7,1% r/r wobec 6,8% w sierpniu ze względu na efekt niskiej bazy sprzed roku. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- ✔ **W środę poznamy dane o wrześniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej obniżył się do 5,5% r/r wobec 10,3% w sierpniu. W kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Gorszy od oczekiwań wrześniowy wskaźnik PMI (por. MAKROMAPA z 01.10.2018) sygnalizuje nieznaczne ryzyko w dół dla naszej prognozy. Uważamy, że publikacja danych będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem spadła we wrześniu do 8,2% r/r wobec 9,0% w sierpniu.** W kierunku jej zmniejszenia oddziaływały efekty wysokiej bazy sprzed roku związane z wysoką sprzedażą ubrań. W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast wypłaty w ramach programu "Dobry Start" (300 zł na dziecko). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (7,6%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **Weekend przyniósł informacje nt. braku postępów w negocjacjach dotyczącego warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej (tzw. *Brexit*).** Bariery dla osiągnięcia porozumienia były spory dotyczące ustalenia granicy pomiędzy Irlandią i Irlandią Północną. Te informacje przyczyniły się do wzrostu awersji do ryzyka, który oddziałuje w kierunku wzrostu kursu EURPLN i spadku kursu EURUSD. Wpływ ten może zostać spotęgowany, jeśli porozumienie nie zostanie osiągnięte przed zaplanowanym na środę szczytem Rady Europejskiej.

## W zeszłym tygodniu

- ✔ **Wbrew naszym i rynkowym oczekiwaniom agencja ratingowa Standard & Poor's podniosła długoterminowy rating Polski z BBB+ do A-.** Perspektywa ratingu została zmieniona z **pozytywnej na stabilną**. W uzasadnieniu do decyzji, S&P wskazał na silny, zrównoważony wzrost gospodarczy oraz lepszą od wcześniejszych oczekiwań prognozowaną sytuację w finansach publicznych. Uważamy, że ten drugi czynnik miał kluczowe znaczenie dla poprawy oceny wiarygodności kredytowej. S&P wyraźnie obniżył bowiem oczekiwane ścieżki długu i deficytu publicznego w relacji do PKB w latach 2018-2020, podczas gdy oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego nie uległo wyraźnym zmianom. Argumentem za podwyżką była również rewizja w górę prognozy relacji salda obrotów bieżących do PKB. Warto również zwrócić uwagę, że S&P prognozuje znaczący spadek napływu środków unijnych do Polski po 2020, w części spowodowany sporem z KE dotyczącym praworządności. Zgodnie z komunikatem, rating mógłby zostać podniesiony, jeśli utrzyma się szybkie tempo wzrostu gospodarczego bez zwiększenia długu zagranicznego (tj. bez wzrostu deficytu w na rachunku obrotów bieżących) oraz jeśli nominalna wartość długu publicznego będzie się obniżać dzięki utrzymywaniu nadwyżki budżetowej. Podwyżka ratingu mogłaby nastąpić również, jeśli wprowadzenie Pracowniczych Programów Kapitałowych przyczyniłoby się do wzrostu oszczędności prywatnych. Uważamy, że pierwsze dwa czynniki nie zmaterializują się w najbliższym czasie, z kolei agencja będzie

potrzebowała kilku kwartałów w celu oceny rezultatów działania PPK. W rezultacie oczekujemy, że w horyzoncie kilku kwartałów S&P nie zmieni ratingu Polski. Uważamy, że podwyższenie ratingu będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji w najbliższych dniach.

✔ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała 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, wspierane przez dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz odpowiedzialną politykę gospodarczą. 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. Agencja odnotowała ponadto, że zaprezentowany przez Komisję Europejską projekt unijnego budżetu na lata 2021-2027 przewiduje mniejszy napływ środków unijnych do Polski niż w obecnej perspektywie finansowej, a także uzależnienie wypłaty środków unijnych od przestrzegania praworządności. Podtrzymujemy ocenę, że w horyzoncie kilku kwartałów agencja nie zmieni ratingu Polski oraz utrzyma jego stabilną perspektywę. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

✔ **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się we wrześniu do 31,7 mld USD wobec 27,9 mld USD w sierpniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (19,4 mld USD) i naszej prognozy (10,1 mld USD).** Lepsze od oczekiwań okazały się również dane nt. dynamiki chińskiego eksportu (14,5% r/r we wrześniu wobec 9,8% w sierpniu przy oczekiwaniach równych 8,8%), podczas gdy dynamika importu była zbliżona do oczekiwań (14,3% r/r we wrześniu wobec 19,9% w sierpniu przy oczekiwaniach równych 15,0%). Uważamy, że czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki chińskiego eksportu była przyspieszona realizacja zamówień przez część amerykańskich importerów, którzy chcieli zdążyć przed ogłoszoną 17 września kolejną transzą amerykańskich ceł na import z Chin, tym razem na towary o wartości 200 mld USD. Tym samym w naszej ocenie odnotowany we wrześniu silny wzrost chińskiego eksportu jest przejściowy. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w 2018 r. do 6,6% wobec 6,9% w 2017 r. Wsparciem dla naszej prognozy są działania planowane przez chiński rząd mające na celu pobudzenie popytu wewnętrznego. Obejmują one m.in. podwyższenie kwoty wolnej od podatku, obniżenie podatków dla przedsiębiorstw, zwiększenie akcji kredytowej, uruchomienie nowych inwestycji infrastrukturalnych, czy też preferencje podatkowe dla firm eksportowych. Co więcej, lista działań stymulacyjnych jest nadal rozszerzana. Niemniej jednak w kolejnych kwartałach oczekujemy spowolnienia aktywności gospodarczej w Chinach, a pierwsze efekty polityki rządu na rzecz pobudzenia wzrostu gospodarczego znajdą odzwierciedlenie w wynikach badań koniunktury najprawdopodobniej dopiero w II kw. 2019 r. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest ewentualna dalsza eskalacja działań protekcjonistycznych w światowym handlu.

✔ **Inflacja CPI w USA zmniejszyła się we wrześniu do 0,1% m/m wobec 0,2% w sierpniu (2,3% r/r we wrześniu wobec 2,7% w sierpniu), co było poniżej oczekiwań rynku (0,2% m/m; 2,4% r/r).** W kierunku jej obniżenia oddziaływała niższa dynamika cen energii oraz spadek inflacji bazowej, która wyniosła we wrześniu 0,1% m/m wobec 0,2% w sierpniu (2,2% r/r w sierpniu i we wrześniu). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w październiku do 99,0 pkt. wobec 100,1 pkt. we wrześniu. W kierunku jego obniżenia oddziaływały niższe wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają 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.

- ✓ **W ubiegłym tygodniu prezes NBP A. Głapiński udzielił wywiadu, w którym podkreślił, że „nie nastąpiły żadne zmiany dotyczące poziomu oraz sposobu rozumienia celu inflacyjnego NBP”.** Było to nawiązanie do jego wypowiedzi z konferencji prasowej po październikowym posiedzeniu RPP, zgodnie z którą cel inflacyjny ma charakter przedziałowy (por. MAKROpuls z 03.10.2018). Takie postrzeganie celu inflacyjnego wskazywałoby na tolerancję dla długotrwałego utrzymywania się inflacji powyżej 2,5% ale poniżej 3,5%, a w konsekwencji zmniejszenie przestrzeni dla podwyżek stóp procentowych w średnim okresie. W zeszłym tygodniu członek RPP K. Zubelewicz stwierdził jednak, że niektórzy członkowie RPP postrzegają cel inflacyjny jako przedział. W jego ocenie wskazuje to na ryzyko, że RPP będzie skłonna tolerować wyższą inflację. Uważamy, że kluczowe w kontekście dyskusji nt. sposobu postrzegania przez RPP celu inflacyjnego będą wyniki kolejnych projekcji ekonomicznych NBP i ich wpływ na decyzje Rady. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że stopy procentowe NBP nie zmienią się do końca 2019 r. (pierwsza podwyżka stóp o 25 pb w marcu 2020 r.). Obecne oczekiwania rynkowe wskazują na pierwszą podwyżkę stóp w IV kw. 2019 r.
- ✓ **Saldo niemieckiego bilansu handlowego zwiększyło się w sierpniu do 18,3 mld EUR wobec 15,9 mld EUR w lipcu, co było powyżej oczekiwań rynku (16,4 mld EUR).** Jego zwiększenie nastąpiło przy wyraźnym spadku dynamiki importu (-2,7% m/m w sierpniu wobec 2,8% w lipcu) oraz nieznacznym wzroście dynamiki eksportu (-0,1% w sierpniu wobec -0,8% w lipcu). 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).

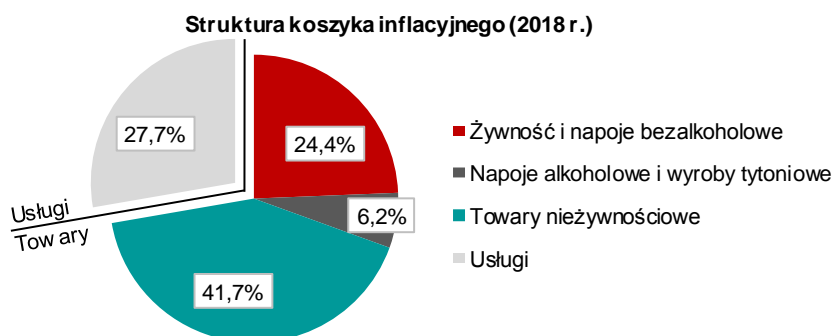
## ✓ Wyższe ceny prądu podbijają inflację

**W ubiegłym tygodniu przeanalizowaliśmy wpływ wyższych cen energii na koszty funkcjonowania oraz proces ustalania cen przez przedsiębiorstwa w Polsce (por. MAKROMapa z 08.10.2018). Podwyżki cen prądu znajdują również odzwierciedlenie w wyższej inflacji CPI. Poniżej próbujemy oszacować skalę tego oddziaływania.**

Pierwszym krokiem w naszej analizie było zbudowanie modelu ekonometrycznego uzależniającego inflację CPI od swoich opóźnionych wartości, dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, tempa wzrostu cen prądu oraz innych nośników energii. Ze względu na ograniczenia ekonometryczne – m.in. umiarkowanie wysoką korelację zmiennych objaśniających – wyniki modelu charakteryzowały się dużym obciążeniem. Dlatego, aby uniknąć przeszacowania skali transmisji wyższych cen prądu na inflację CPI, zastosowaliśmy inne podejście. Wpływ cen prądu szacujemy oddzielnie dla dwóch grup przedsiębiorstw – firm przemysłu (ujętych w indeksie PPI) oraz pozostałych przedsiębiorstw (głównie firmy usługowe).

W ubiegłotygodniowej analizie oszacowaliśmy, że wzrost cen prądu o 50-70% przyczyni się do zwiększenia dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu o 0,9-1,2 pkt. proc. na początku 2019 r. Na podstawie modelowania ekonometrycznego szacujemy, że przy innych warunkach niezmiennych wzrost inflacji PPI o 1 pkt. proc. powoduje zwiększenie inflacji CPI o 0,2 pkt. proc. W rezultacie uważamy, że transmisja wyższych cen prądu poprzez procesy cenotwórcze w tej grupie przedsiębiorstw przyczyni się do przyspieszenia rocznego tempa wzrostu cen konsumenckich ogółem o ok. 0,2 pkt. proc.





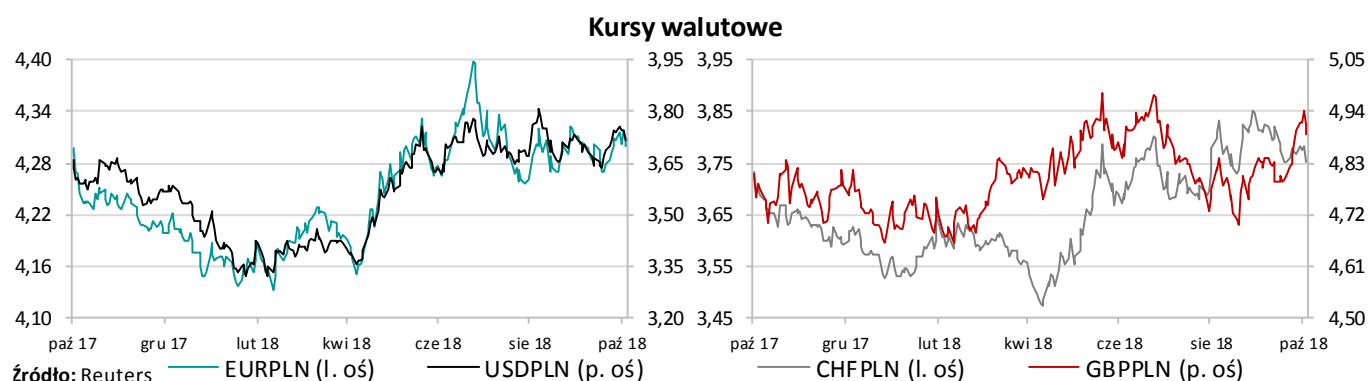
Źródło: GUS, Credit Agricole

większości tych branż zapotrzebowanie na energię elektryczną jest ograniczone – koszty energii ogółem (prądu, gazu, ogrzewania i innych) stanowią tylko ok. 1,0% przychodów – część firm może wykorzystać wyższe ceny prądu jako pretekst to zwiększenia marży, a nie tylko utrzymania jej na niezmiennym poziomie. Dlatego szacujemy, że w tej grupie przedsiębiorstw podwyżki cen energii znajdą w pełni odzwierciedlenie w wyższych cenach produktów finalnych. Oznacza to, że wzrost cen prądu o 50-70% podbije dynamikę cen konsumpcyjnych usług o 0,5-0,7 pkt. proc. Biorąc pod uwagę, że usługi stanowią 27,7% wartości dóbr uwzględnionych w koszyku inflacyjnym gospodarstw domowych, powyższe procesy przyczynią się do wzrostu inflacji ogółem o 0,1-0,2 pkt. proc.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, łączny wpływ proinflacyjnego szoku wyższych cen prądu w firmach przemysłowych i usługowych szacujemy na 0,3-0,4 pkt. proc., który zmaterializuje się na początku 2019 r. i będzie podbijał inflację CPI przez rok. Uważamy, że wyższe ceny prądu nie przyczynią się do wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy (wtórny szok cenowy w reakcji na podwyżki płac wywołane wzrostem inflacji). Czynnikiem ograniczającym dynamikę płac w przedsiębiorstwach będzie wprowadzenie Pracowniczych Programów Kapitałowych (oddziałujące w kierunku zwiększenia nominalnego funduszu płac), ewentualne wejście w życie ustawy znoszącej ograniczenie dla rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenie emerytalne i rentowe (30-krotność prognozowanego przeciętnego wynagrodzenia na 2019 r.) oraz ograniczony wzrost funduszu płac w sektorze publicznym (wzrost płac w sferze budżetowej wpływa na tempo wzrostu płac w sektorze prywatnym). Czynnikiem ryzyka dla naszych szacunków będą ewentualne działania rządu mające na celu ograniczenie negatywnego wpływu wyższych cen prądu na działalność przedsiębiorstw (np. poprzez rekompensaty). W powyższej analizie założyliśmy, że ceny energii prądu dla odbiorców indywidualnych nie ulegną zmianie. Wsparciem dla scenariusza zakładającego stabilizację cen prądu dla gospodarstw domowych są zbliżające się wybory parlamentarne.

Proinflacyjny wpływ wzrost cen prądu, jak również wyższa od oczekiwań dynamika cen żywności we wrześniu sygnalizuje ryzyko w górę dla oczekiwanej przez nas ścieżki inflacji CPI w kolejnych kwartałach. Zrewidowaną prognozę przedstawimy w kolejnej MAKROmapie, po publikacji struktury danych o inflacji za wrzesień.

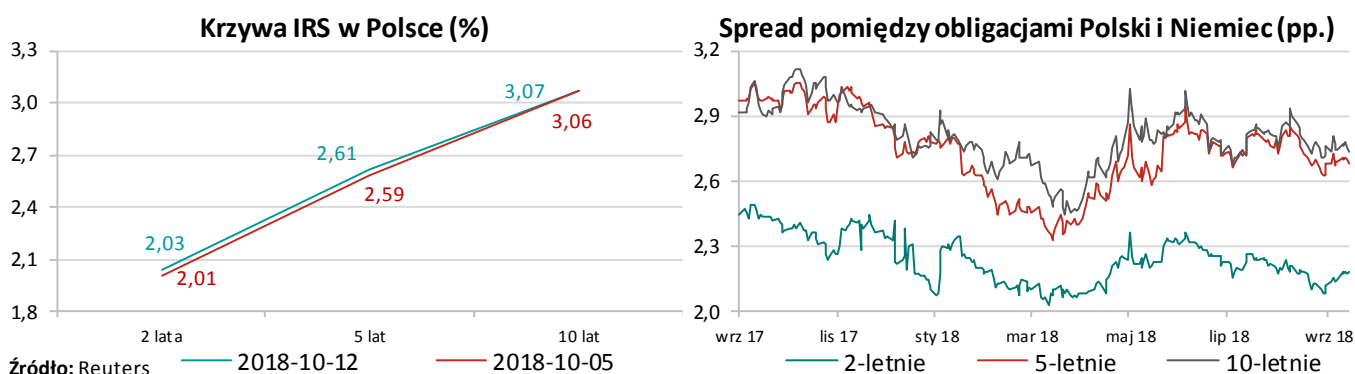
W przedsiębiorstwach przemysłowych możliwości przerzucenia wyższych cen prądu na finalnego konsumenta będą ograniczone m.in. ze względu na wysoką presję konkurencyjną. Z odmienną sytuacją mamy do czynienia w ramach sektorów tzw. dóbr niehandlowych (głównie usługi). Tam możliwości podwyżek cen są większe. Mimo, że w


**Dane o sprzedaży detalicznej mogą umocnić złotego**


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2998 (umocnienie złotego o 0,2%).** Z uwagi na ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych kurs EURPLN charakteryzował się w ubiegłym tygodniu relatywnie niską zmiennością kształtując się w przedziale 4,29 – 4,32. Pozostawał on pod wpływem nastrojów związanych z ryzykiem politycznym we Włoszech oraz wyprzedzą na głównych światowych giełdach (w USA, Azji oraz Europie). Piątkowa decyzje agencji S&P oraz Fitch dotyczące aktualizacji polskiego ratingu zostały ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miały one wpływu na kurs złotego. W ubiegłym tygodniu złoty umocnił się również względem dolara amerykańskiego (o 0,5%), franka szwajcarskiego (o 0,5%) oraz funta brytyjskiego (o 0,2%).

Piątkowa podwyżka ratingu Polski przez agencję S&P będzie oddziaływała w kierunku umocnienia kursu złotego w najbliższych dniach. Negatywny dla kursu złotego będzie natomiast brak postępów w negocjacjach dotyczącego warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej (patrz powyżej). W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego. Pozostałe krajowe dane (inflacja, produkcja przemysłowa, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, bilans płatniczy) będą w naszej ocenie neutralne dla kursu polskiej waluty. W kierunku podwyższonej zmienności na rynku może oddziaływać natomiast publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC. Dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym) oraz Chin (PKB, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inwestycje w aglomeracjach miejskich) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

## Wzrost stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 2,03 (wzrost o 2pb), 5-letnie do poziomu do 2,61 (wzrost o 2pb), a 10-letnie do 3,07 (wzrost o 1pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy). Wzrostowi stawek IRS sprzyjała podwyższona awersja do ryzyka związana z sytuacją polityczną we Włoszech oraz wyprzedzą na głównych światowych giełdach (w USA, Azji oraz Europie). Piątkowa decyzje agencji S&P oraz Fitch dotyczące aktualizacji polskiego ratingu zostały ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miały one wpływu na stawki IRS.

Decyzja agencji S&P o podniesieniu długoterminowego ratingu Polski w ubiegłym tygodniu będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku stawek IRS w tym tygodniu. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. W naszej ocenie może ona oddziaływać w lekkiego wzrostu stawek IRS. Pozostałe krajowe dane (inflacja, produkcja przemysłowa, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, bilans płatniczy) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Podwyższonej zmienności stawek IRS może sprzyjać natomiast publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC. Dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym) oraz Chin (PKB, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inwestycje w aglomeracjach miejskich) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

## 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	<b>4,28</b>
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	<b>3,66</b>
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	<b>3,73</b>
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	<b>0,9</b>
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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 15.10.2018r.</b>						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	2,0	1,7	1,9
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Sierpień	-809	-783	-396
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	0,1	0,7	0,6
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	19,0	21,0	19,0
<b>Wtorek 16.10.2018r.</b>						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	3,4	3,4	3,4
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	6,8	7,1	7,1
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Październik	-10,6		-12,4
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Wrzesień	0,9	0,9	0,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	0,4	0,2	0,2
<b>Środa 17.10.2018r.</b>						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	5,0	4,5	4,3
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	3,0	2,8	2,9
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	2,1	2,1	2,1
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Wrzesień	1282	1231	1228
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Wrzesień	1249	1268	1280
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Wrzesień			
<b>Czwartek 18.10.2018r.</b>						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	214		212
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Październik	22,9	20,5	20,5
<b>Piątek 19.10.2018r.</b>						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	III kw.	6,7	6,6	6,6
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	9,0	8,9	9,0
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	6,1	6,0	6,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Wrzesień	5,3	5,3	5,3
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	9,0	8,2	7,6
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Wrzesień	5,34	5,30	5,30

\* 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