W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o grudniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 3,2% r/r wobec 4,7% w listopadzie. W naszej ocenie grudniowe dane dotyczące produkcji w przetwórstwie przemysłowym potwierdzą obserwowane w ostatnich miesiącach pogorszenie koniunktury w tym sektorze związane ze spowolnieniem w światowym handlu. Ryzyko w dół dla naszej prognozy stanowi opublikowany na początku miesiąca znacząco niższy od oczekiwań indeks PMI dla polskiego przetwórstwa. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (5,0%), tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu spodziewane jest głosowanie w brytyjskim parlamencie nad wynegocjowanym w listopadzie przez T. May traktatem w sprawie *Brexitu*.** Zgodnie z najnowszymi informacjami głosowanie to może się jednak nie odbyć i zostanie odsunięte w czasie. Nie wykluczamy również scenariusza, w którym parlamentarzyści odrzucą w tym tygodniu ww. traktat. W takiej sytuacji najprawdopodobniej podjęte zostaną dodatkowe kroki zmierzające do uniknięcia niekontrolowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej (*hard Brexit*). W najbliższych dniach niepewność związana z dalszym przebiegiem wydarzeń dotyczących wyjścia Wielkiej Brytanii z UE będzie oddziaływała w kierunku wzrost awersji do ryzyka i podwyższonej zmienności kursu GBPPLN.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Uważamy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w grudniu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,6% w listopadzie, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej obniżyła się do 0,1% m/m w grudniu wobec 0,2% w listopadzie ze względu na spadek cen paliw. Oczekujemy, że spowolnienie na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane nt. rozpoczętych budów domów (1251 tys. w grudniu wobec 1256 tys. w listopadzie) oraz pozwoleń na budowę (1287 tys. wobec 1328 tys.). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wskaźnik NY Empire State zwiększył się do 12,0 pkt. w styczniu z 10,9 pkt. w grudniu, z kolei indeks Philadelphia FED wzrósł w styczniu do 10,5 pkt. wobec 9,1 pkt. w grudniu. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zmniejszyła się do 97,0 pkt. w styczniu wobec 98,3 pkt. w grudniu. Uważamy, że publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.
- **We wtorek poznamy finalne dane o grudniowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że tempo wzrostu cen nie zmieni się w porównaniu do wstępnego szacunku (1,1% r/r wobec 1,3% w listopadzie). Naszym zdaniem w kierunku spadku wskaźnika w grudniu oddziaływała niższa dynamika cen paliw i innych nośników energii oraz spadek inflacji bazowej. Przeciwny efekt miała wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych. Publikacja danych o inflacji będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W piątek poznamy grudniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia obniżyła się do 2,8% r/r wobec 3,0% w listopadzie ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed roku (w grudniu 2017 r. zatrudnienie wzrosło o 17,2 tys. m/m). Oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w grudniu do 8,0% r/r wobec 7,7% w listopadzie. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w listopadzie.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 551 mln EUR wobec 457 mln EUR w październiku, co będzie wynikało ze zmniejszenia salda obrotów towarowych i salda

transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu obniżyła się w listopadzie do 4,6% r/r wobec 10,2% w październiku, a dynamika importu spadła do 8,5% r/r wobec 15,7%. W kierunku zmniejszenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się blisko konsensusu rynkowego, a tym samym jej realizacja będzie neutralna dla kursu złotego.

- **Zgodnie z opublikowanymi dzisiaj danymi saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w grudniu do 57,1 mld USD wobec 44,7 mld USD w listopadzie, co było powyżej oczekiwań rynku (51,5 mld USD).** Znacząco słabsze od prognoz okazały się natomiast dane nt. dynamiki chińskiego eksportu (-4,4% r/r w grudniu wobec 5,4% w listopadzie przy oczekiwaniach równych 3,0%) oraz dynamiki importu (-7,6% r/r w grudniu wobec 3,0% w listopadzie przy oczekiwaniach równych 5,0%). Dane wskazują na osłabienie zarówno popytu krajowego, jak i zagranicznego. Należy jednak zauważyć, że w kierunku obniżenia dynamiki importu oddziaływał także spadek cen ropy naftowej. Na wyraźne osłabienie chińskiego popytu wewnętrznego wskazują również opublikowane w ubiegłym tygodniu dane nt. sprzedaży samochodów osobowych, która w grudniu obniżyła się o 15,8% r/r. W całym 2018 r. sprzedaż samochodów osobowych zmniejszyła się o 4,1%, co jest jej pierwszym spadkiem od 28 lat. Dane nt. chińskiego bilansu handlowego w połączeniu z danymi o sprzedaży samochodów stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w 2019 r. do 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.
- **Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu EURPLN.** Oczekiwane przez nas dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce oraz podwyższona awersja do ryzyka na światowych rynkach oraz osłabienie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce będą oddziaływały w kierunku osłabienia złotego względem euro w I poł. 2019 r. W rezultacie kurs EURPLN osiągnie maksimum lokalne na poziomie 4,33 na koniec II kw. br. Działania stymulujące popyt wewnętrzny podjęte przez rząd chiński i Ludowy Bank Chin przyczynią się do pobudzenia światowego wzrostu gospodarczego w II poł. br., co będzie oddziaływało w kierunku umocnienia kursu polskiej waluty. Oczekujemy, że kurs EURPLN wyniesie 4,25 na koniec br. i 4,15 na koniec 2020 r. Wsparciem dla kursu złotego będzie oczekiwane przez nas zacieśnienie krajowej polityki pieniężnej w 2020 r.

W zeszłym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia była publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji, wielu członków FOMC uważa, że w warunkach ograniczonej presji inflacyjnej, Rezerwa Federalna może pozwolić sobie na „cierpliwość" w odniesieniu do dalszego zacieśniania polityki monetarnej. W *Minutes* znalazło się także rozwinięcie fragmentu z komunikatu po posiedzeniu FED, zgodnie z którym „Rezerwa Federalna sądzi, że dalsze umiarkowane zaostrzenie polityki pieniężnej będzie spójne z utrzymującym się wzrostem aktywności ekonomicznej, dobrą sytuacją na rynku pracy oraz inflacją znajdującą się w pobliżu symetrycznego celu FED (2% w średnim okresie)". Zgodnie z treścią *Minutes* „umiarkowane zaostrzenie polityki pieniężnej" oznacza, że przy uwzględnieniu bieżących danych, skala przyszłych podwyżek stóp procentowych będzie niewielka. Uwzględniając ostatnie gołębie wypowiedzi przedstawicieli FED, w tym wystąpienie J. Powella sprzed dwóch tygodni (por. MAKROmapa z 07.01.2019) treść *Minutes* nie dostarczyła nowych istotnych informacji nt. perspektyw polityki pieniężnej w USA. Opis dyskusji na grudniowym posiedzeniu FOMC stanowi istotne ryzyko w dół dla naszego scenariusza stóp procentowych w USA, zgodnie z którym w 2019 r. oczekujemy dwóch podwyżek po 25 pb (w II i IV kw. br.). Rynek nie wycenia obecnie żadnej podwyżki stóp procentowych w 2019 r.
- **Inflacja CPI w USA zmniejszyła się grudniu do -0,1% m/m wobec 0,0% w listopadzie (1,9% r/r w grudniu wobec 2,2% w listopadzie), co było zgodne z oczekiwaniami rynku.** Spadek inflacji

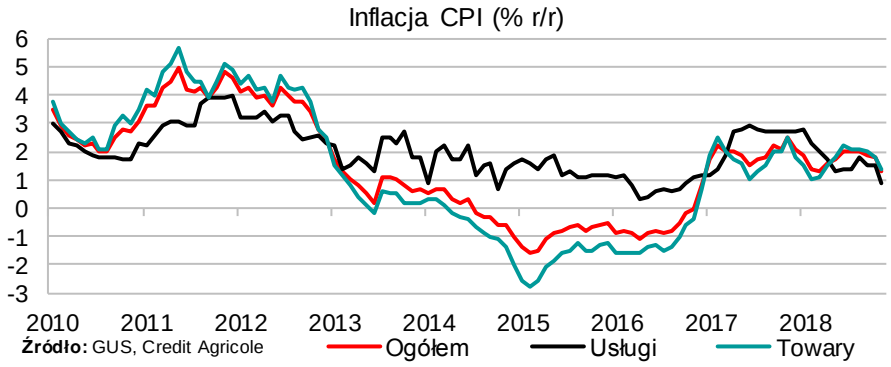
wynikał z niższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe tempo wzrostu cen żywności. Inflacja bazowa nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 0,2% m/m (2,2% r/r). W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks ISM poza przetwórstwem w USA, który zmniejszył się w grudniu do 57,6 pkt. wobec 60,7 pkt. w listopadzie. Spadek indeksu wynikał z obniżenia wkładów 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, czasu dostaw oraz zatrudnienia), podczas gdy przeciwny efekt miał wyższy wkład składowej dla nowych zamówień. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszyło się w IV kw. do 2,7% wobec 3,5% w III kw., pozostając jednak powyżej potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego szacowanego przez FED na poziomie nieznacznie poniżej 2%.

- **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 podkreśliła również, że bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie wzrostu PKB. Na konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP A. Glapiński stwierdził, że ze względu na przyjętą ustawę zamrażającą wzrost cen energii elektrycznej, a także silny spadek cen ropy naftowej, można oczekiwać, że w horyzoncie projekcji inflacja będzie wyraźnie niższa niż przewidywała listopadowa projekcja inflacji i ukształtuje się poniżej celu inflacyjnego (2,5%). Prezes NBP powiedział również, że stopy procentowe mogą pozostać stabilne do końca kadencji Rady, która przypada na początek 2022 r. Jest to zmiana nastawienia A. Glapińskiego na jeszcze bardziej gołębie, ponieważ wcześniej twierdził on, że stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie do 2020 r. Prezes NBP poinformował, że w Radzie nie ma obecnie dyskusji na temat obniżek stóp procentowych. W tym kontekście warto odnotować opinię wyrażoną przez obecnego na konferencji członka RPP J. Żyżyńskiego, zgodnie z którą ewentualna dyskusja na temat łagodzenia polityki pieniężnej rozpocznie się przynajmniej za pół roku. Treść komunikatu po posiedzeniu, a także wypowiedzi prezesa NBP są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się do końca 2019 r., a ich pierwsza podwyżka (o 25 pb) nastąpi w marcu 2020 r. Obecne oczekiwania rynkowe wskazują na pierwszą podwyżkę stóp NBP w 2021 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowano istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Dynamika niemieckiej produkcji przemysłowej obniżyła się w listopadzie -1,9% m/m wobec -0,8% w październiku, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+0,3%). Rozczarowujące dane dotyczące produkcji w grudniu napłynęły również z innych gospodarek strefy euro (Francja, Włochy i Hiszpania). Szybsze tempo spadku niemieckiej produkcji przemysłowej wynikało z niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie, budownictwie i energetyce. Produkcja przemysłowa w Niemczech pozostaje od maja 2018 r. w wyraźnym trendzie spadkowym i w listopadzie osiągnęła ona najniższą wartość od stycznia 2017 r. Tym samym dane sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo wejścia niemieckiej gospodarki w techniczną recesję. Wyraźne obniżenie aktywności w niemieckim przemyśle współgra z danymi o niemieckim handlu zagranicznym, zgodnie z którymi dynamika eksportu zmniejszyła się w listopadzie do -0,4% m/m wobec 0,9% w październiku, a dynamika importu spadła do -1,6% m/m wobec 0,8%. Relatywnie silne obniżenie dynamiki importu sygnalizuje osłabienie popytu wewnętrznego w Niemczech. W ubiegłym tygodniu opublikowano również dane nt. dynamiki nowych zamówień w niemieckim przetwórstwie, która zmniejszyła się w listopadzie do 1,0% m/m wobec 0,2% w październiku, co było poniżej oczekiwań rynku (-0,4%). Na jej spadek złożyły się obniżenie dynamiki zamówień zagranicznych oraz wzrost dynamiki zamówień krajowych. W ostatnich miesiącach można zaobserwować jednak stabilizację zamówień w niemieckim przetwórstwie. Uważamy, że stagnacja w niemieckim przemyśle może potrwać jeszcze kilka miesięcy zanim zobaczymy efekty

stymulacji wzrostu gospodarczego w Chinach (por. MAKROmapa z 07.01.2019). Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu niemieckiego PKB zmniejszyło się do 1,5% wobec 2,2% w 2017 r.

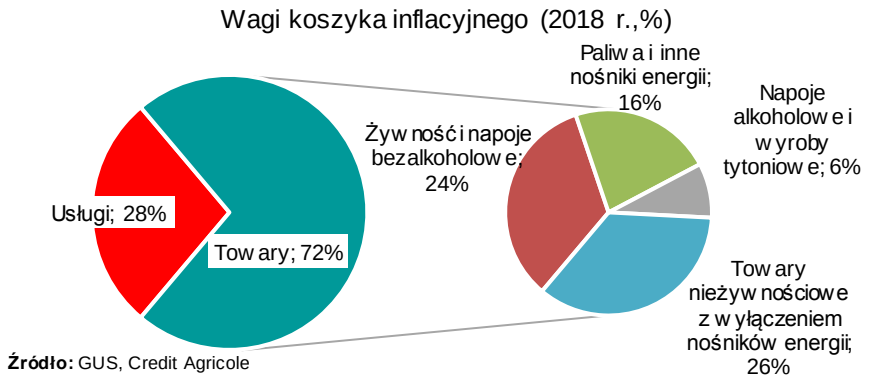
Wzrost cen usług głównym źródłem inflacji

Od dwóch miesięcy obserwowany jest spadek inflacji w strefie euro. Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, w grudniu zmniejszyła się ona do 1,6% r/r wobec 1,9% w listopadzie. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach roczne tempo wzrostu cen w obszarze wspólnej waluty będzie utrzymywać się w trendzie spadkowym i w IV kw. 2019 r. wyniesie 0,8% r/r. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wolniejszego wzrostu cen będzie niższa dynamika nośników energii, związana z relatywnie niskim poziomem cen ropy na światowym rynku. Z kolei inflacja bazowa najprawdopodobniej nieznacznie wzrośnie (1,1% r/r średniorocznie w 2019 r. wobec 1,0% w 2018 r.) wspierana przez spadek bezrobocia w strefie euro przyczyniający się do szybszego wzrostu wynagrodzeń. Kształtowanie się inflacji bazowej w strefie euro jest ważnym czynnikiem z punktu widzenia oceny perspektyw tempa wzrostu cen w Polsce. Poniżej przedstawiamy naszą prognozę inflacji w Polsce w innym niż dotychczas stosowanym ujęciu – w podziale na towary i usługi.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Zazwyczaj struktura inflacji raportowana jest w podziale na żywność i napoje bezalkoholowe, paliwa, nośniki energii oraz pozostałe elementy koszyka inflacyjnego, czyli tzw. inflacja bazowa. Innym sposobem analizowania inflacji w Polsce jest podział na towary i usługi. Poniżej przedstawiamy tendencje kształtowania się cen w ramach tych dwóch grup produktów.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Wydatki na usługi stanowią tylko 28% koszyka inflacyjnego. Pozostałe 72% wydatków gospodarstw domowych przeznaczone jest na zakup towarów. W ramach towarów możemy wyszczególnić żywność i napoje bezalkoholowe (24% całego koszyka), paliwa i inne nośniki energii (16%), napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe (6%) oraz pozostałe produkty (dalej towary nieżywnościowe z wyłączeniem nośników energii, 26%).

Dla kształtowania się cen żywności i paliw duże znaczenie mają czynniki zagraniczne – ceny surowców rolnych, ropy naftowej, kurs złotego (wyniki badań wskazują, że wpływ złotego na inflację znacząco zmalał w ostatnich latach). Nasz scenariusz w tym zakresie przedstawiliśmy w MAKROmapach z

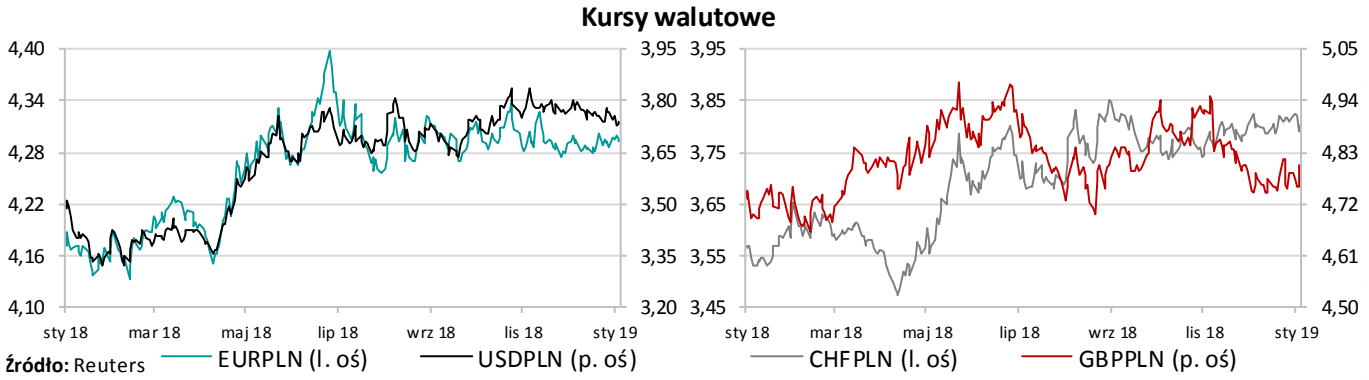
10.12.2018 i 07.01.2019. Prognozujemy, że inflacja cen żywności w Polsce zwiększy się w 2019 r. do 2,7% r/r wobec 2,6% w 2018 r., a dynamika cen paliw obniży się do -2,2% r/r z 8,0% w 2018 r.

Towary nieżywnościowe z wyłączeniem nośników energii to przedstawiciel tzw. dóbr handlowych. Zgodnie z prawem jednej ceny te same towary powinny mieć równą cenę w kraju i za granicą (z dokładnością do kosztów transakcyjnych, w tym kosztów transportu i podatków). W innym wypadku opłacałoby się importować towary po niższej cenie zza granicy. Do modelowania tempa zmian tych cen posłużyliśmy się modelem ekonometrycznym wykorzystującym inflację bazową w strefie euro oraz dynamikę wynagrodzeń w polskim przetwórstwie jako zmienne objaśniające. Wypadkową wpływu nieznacznie wyższej inflacji bazowej w strefie euro i stopniowego spowolnienia wzrostu nominalnych wynagrodzeń (por. MAKROmapa z 10.12.2018) będzie lekki wzrost dynamiki cen towarów nieżywnościowych z wyłączeniem nośników energii (z -0,5% r/r w 2018 r. do -0,2% r/r). Nieznaczny spadek cen jest spójny z obserwowaną duża konkurencją w sektorze dóbr handlowych wspierany przez postępującą globalizację. Takie uwarunkowania ograniczają firmom możliwość podwyżek cen swoich produktów.

Usługi są natomiast dobrem niehandlowym. Głównym czynnikiem determinującym ich ceny są koszty pracy. Dlatego w modelu objaśniającym tempo wzrostu cen usług użyliśmy dynamiki wynagrodzeń w usługach. W teorii, ceny dóbr niehandlowych nie podlegają presji konkurencyjnej ze strony zagranicy. Niemniej jednak okazało się, że inflacja bazowa w strefie euro ma statystycznie istotny wpływ na kształtowanie się cen usług w Polsce. Wytłumaczeniem takiego stanu rzeczy jest fakt, że w związku z rozwojem technologicznym możliwy jest outsourcing coraz większej części usług za granicą. W rezultacie część usług przestaje być „czystym" dobrem niehandlowym. Na podstawie naszego modelu prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu cen usług w 2019 r. pozostanie na zbliżonym poziomie do tego odnotowanego w 2018 r. (1,8% r/r).

Biorąc pod uwagę zarysowany powyżej wpływ kształtowania się cen poszczególnych grup towarów i usług oczekujemy, że inflacja ogółem zmniejszy się 2019 r. do 1,5% wobec 1,6% w 2018 r. Jest to spójne z naszą prognozą przygotowaną za pomocą „standardowego" podejścia, zgodnie z którym inflacja jest wypadkową oczekiwanych dynamik cen żywności, paliw i nośników energii oraz inflacji bazowej (por. MAKROmapa z 10.12.2018).

Gołębie sygnały z FED negatywne dla dolara



Źródło: Reuters

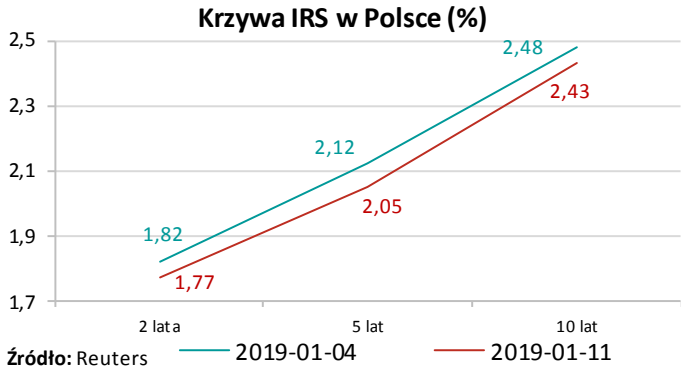
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2921 (osłabienie złotego o 0,1%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN był relatywnie stabilny na tle ostatnich tygodni i kształtował się w przedziale 4,29-4,31, co po części związane było z ubogim kalendarzem wydarzeń makroekonomicznych. Istotne dla kursu złotego były opublikowane we wtorek rano słabsze od oczekiwań dane o niemieckiej produkcji przemysłowej, które doprowadziły do jego przejściowej deprecjacji. Z osłabieniem złotego mieliśmy do

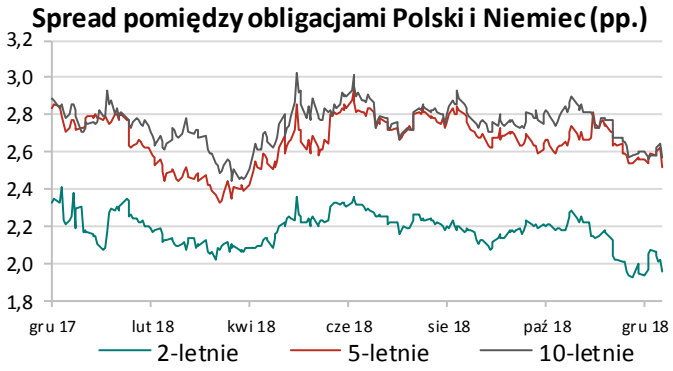
czynienia także w czwartek rano, czemu sprzyjał gołębi wydźwięk konferencji prasowej po środowym posiedzeniu RPP. W dalszej części dnia doszło jednak do korekty wspieranej przez obniżenie światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej indeksem VIX. Jej spadkowi sprzyjał gołębi wydźwięk opublikowanego w środę wieczorem *Minutes* z grudniowego posiedzenie FED.

W ubiegłym tygodniu doszło również do osłabienia dolara względem euro, po tym jak przedstawiciel Rezerwy Federalnej R. Bostic powiedział, że w przypadku pogorszenia perspektyw gospodarczych w Stanach Zjednoczonych może dojść do obniżki stóp procentowych. W efekcie złoty umocnił się w ubiegłym tygodniu względem dolara o 0,7%. W piątek doszło także do aprecjacji funta względem euro, do której przyczyniły się doniesienia medialne, zgodnie z którymi Wielka Brytania mogłaby starać się o opóźnienie terminu wyjścia z UE. W konsekwencji w ubiegłym tygodniu doszło do osłabienia złotego względem funta brytyjskiego (o 0,4%).

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane o krajowej produkcji przemysłowej. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy mogą one oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Pozostałe krajowe dane (finalna inflacja, inflacja bazowa, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz bilans płatniczy) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kursu polskiej waluty. Uważamy, że neutralne dla złotego będą także liczne dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, indeksy NY Empire State, Philadelphia FED oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). W najbliższych dniach niepewność związana z dalszym przebiegiem wydarzeń dotyczących wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (patrz powyżej) będzie oddziaływała w kierunku wzrost awersji do ryzyka i podwyższonej zmienności kursu GBPPLN.

Krajowe dane o produkcji przemysłowej w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do 1,77 (spadek o 5pb), 5-letnie do 2,05 (spadek o 7pb), a 10-letnie do 2,43 (spadek o 5pb). W poniedziałek rano doszło do spadku stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim, co było związane z publikacją słabszych od oczekiwań danych o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie. W kolejnych dniach obserwowany był wzrost stawek IRS, gdyż inwestorzy sprzedawali obligacje zwiększając płynność przed zaplanowaną na czwartek aukcją długu. Ministerstwo Finansów sprzedało na niej obligacje o 2-, 5- i 9-letnich terminach zapadalności za 6,0 mld PLN przy popycie równym 12,5 mld PLN. Wysoki popyt na aukcji oddziaływał w kierunku spadku stawek IRS. W kierunku ich obniżenia oddziaływał również gołębi wydźwięk konferencji po posiedzeniu RPP.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane o krajowej produkcji przemysłowej. Uważamy, że mogą przyczynić się one do spadku stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Pozostałe dane z Polski (finalna inflacja, inflacja bazowa, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz bilans płatniczy) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Uważamy, że ograniczony wpływ na stawki IRS

będą miały również liczne dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, indeksy NY Empire State, Philadelphia FED oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19
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*	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	**4,29**
Kurs USDPLN*	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	**3,74**
Kurs CHFPLN*	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	**3,76**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	**1,1**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	**0,6**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,8	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	**3,2**	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,7	**2,8**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	**8,9**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	**8,0**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	**2,8**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,6	6,8	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	**5,8**	
Saldo ROB (mln EUR)	-1354	2289	-792	-914	291	495	-200	-750	-582	-547	-457	**-551**		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,8	15,5	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	9,2	7,2	0,3	10,2	**4,6**		
Import (r/r, %, EUR)	13,2	19,0	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,3	11,3	5,4	15,7	**8,5**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2018				2019				2018	2019	2020
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		5,3	5,1	5,1	4,5	3,7	3,6	3,2	2,9	5,0	3,3	3,2
Konsumpcja (%, r/r)		4,7	4,9	4,5	4,4	4,2	3,5	3,4	3,3	4,6	3,6	3,0
Inwestycje (%, r/r)		8,2	4,7	9,9	9,3	8,1	6,7	4,4	3,6	8,3	5,2	4,2
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		3,4	7,6	4,9	4,4	4,7	4,7	4,9	5,4	5,1	4,9	4,5
Import (ceny stałe, %, r/r)		5,5	6,5	6,9	6,5	5,7	5,6	6,3	5,8	6,4	5,9	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,8	2,7	2,2	2,7	2,0	2,0	1,6	2,7	2,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,8	1,7	2,3	1,0	1,1	0,8	0,9	1,5	1,0	0,8
	Eksport netto (pp.)	-1,0	0,9	-0,9	-0,9	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	-0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,2	0,0	-0,4	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	-0,9	-0,8
Stopa bezrobocia (%)**		6,6	5,8	5,7	5,8	6,1	5,6	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		1,4	1,0	1,1	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	0,4	0,1
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		6,2	7,1	7,6	7,3	7,5	7,2	6,9	6,2	7,1	7,0	5,5
Inflacja CPI (%)*		1,5	1,7	2,0	1,4	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	1,5	2,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,80	1,72	1,80	2,30
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
EURPLN**		4,21	4,37	4,28	4,29	4,30	4,33	4,29	4,25	4,29	4,25	4,15
USDPLN**		3,42	3,74	3,69	3,74	3,74	3,64	3,52	3,43	3,74	3,43	3,22

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 14.01.2019r.				
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Grudzień	44,7	47,2	51,5
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	0,2		-1,3
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Listopad**	**-457**	**-551**	**-482**
		Wtorek 15.01.2019r.				
9:00	Niemcy	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	2018	2,2	1,5	1,5
10:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Grudzień**	**1,2**	**1,1**	**1,1**
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	10,9		12,0
		Środa 16.01.2019r.				
14:00	**Polska**	**Inflacja bazowa (% r/r)**	**Grudzień**	**0,7**	**0,6**	**0,7**
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,2	0,1	0,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Listopad	0,6		0,3
		Czwartek 17.01.2019r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	1,6	1,6	1,6
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Grudzień	1256	1251	1261
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Grudzień	1328	1287	1290
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Styczeń	9,4	10,5	11,0
		Piątek 18.01.2019r.				
10:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)**	**Grudzień**	**3,0**	**2,8**	**2,8**
10:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)**	**Grudzień**	**7,7**	**8,0**	**7,3**
10:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (% r/r)**	**Grudzień**	**4,7**	**3,2**	**5,0**
10:00	**Polska**	**Inflacja PPI (% r/r)**	**Grudzień**	**2,7**	**2,8**	**2,6**
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Listopad	23,0		
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,6	0,2	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Grudzień	78,5	78,5	78,6
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	98,3	97,0	97,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.
** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: **mboineau@credit-agricole.pl**

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i 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 w materiale komentarzy i opinii.