W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie a konferencja nie dostarczy nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC podniesie stopę depozytową łącznie o 40 pb w II poł. 2019 r. i główną stopę procentową o 25 pb w IV kw. 2019 r. Na konferencji zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Uważamy, że ścieżki inflacji i tempa wzrostu gospodarczego nie ulegną znaczącym zmianom w porównaniu do czerwcowej prognozy. Niemniej jednak wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego podczas konferencji po posiedzeniu mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynku.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.** Ostatnia aktualizacja oceny wiarygodności kredytowej przez Moody's była zaplanowana na marzec 2018 r., jednak agencja nie dokonała wtedy rewizji ratingu Polski oraz nie opublikowała raportu kredytowego. Tym samym rating Polski został utrzymany na dotychczasowym poziomie (A2 z perspektywą stabilną). W maju ub. r. agencja zwróciła uwagę, że w kierunku poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski oddziaływałaby poprawa długookresowej stabilności systemu opieki społecznej oraz poprawa w strefie instytucjonalnej państwa, jak również reformy strukturalne prowadzące do wzrostu wydajności i potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego. Uważamy, że we wskazanych przez agencję obszarach nie nastąpiła wyraźna poprawa sytuacji od ostatniej oceny, a tym samym oczekujemy, że w tym tygodniu agencja nie zmieni ratingu oraz jego perspektywy. Decyzja agencji zostanie ogłoszona najprawdopodobniej po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym reakcja rynku walutowego i rynku długu na nią zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Uważamy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w sierpniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,1% w lipcu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zmniejszyła się w sierpniu do 0,4% m/m z 0,5% w lipcu ze względu na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że inflacja CPI zmniejszyła się do 2,8% r/r z 2,9% w lipcu ze względu na spadek inflacji bazowej. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się we wrześniu do 96,7 pkt. z 96,2 pkt. Uważamy, że publikacja danych dotyczących amerykańskiej gospodarki będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Oczekujemy, że jego wartość zwiększy się do -8,0 pkt. we wrześniu wobec -13,8 pkt. w sierpniu. Naszym zdaniem w kierunku pogorszenia nastrojów oddziaływała odnotowana ostatnio seria gorszych od oczekiwań danych z Niemiec (patrz poniżej). Dane będą w naszej ocenie neutralne dla rynku.
- **W piątek opublikowane zostaną ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że dane miesięczne wskażą najprawdopodobniej na nieznaczne przyspieszenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w sierpniu. W naszej ocenie w danych jeszcze nie będą widoczne uruchomione przez chiński rząd działania na rzecz pobudzenia wzrostu gospodarczego (patrz poniżej). Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,1% r/r w sierpniu wobec 6,0% w lipcu, sprzedaż detaliczna wzrosła o 9,1% r/r wobec 8,7%, a inwestycje w aglomeracjach miejskich zwiększyły się o 5,5% r/r (tyle samo co w lipcu). Naszym zdaniem publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lipcu.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 290 mln EUR wobec 240

mln EUR w czerwcu, co będzie wynikało głównie ze zmniejszenia salda transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się w lipcu do 11,9% r/r wobec 9,0% w czerwcu, a dynamika importu wzrosła do 11,0% r/r wobec 10,2%. W kierunku zwiększenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Uważamy, że publikacja danych o bilansie płatniczym będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskiego długu.

- **W czwartek poznamy finalne dane o sierpniowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w dół w porównaniu do wstępnego szacunku (2,0%) i wyniesie 1,9% r/r wobec 2,0% w lipcu. Uważamy, że w kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływała wyższa inflacja bazowa oraz podwyżka cen gazu. W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast niższa dynamika cen żywności i paliw. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne.** Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2018 r. wyniesie 4,8% r/r (5,0% przed rewizją), a w 2019 r. będzie równe 3,5% (wobec 3,7% w poprzedniej prognozie). Zrewidowaliśmy w górę naszą krótkookresową prognozę kursu EURPLN (4,29 na koniec br.). Oczekujemy, że w najbliższych dniach Stany Zjednoczone wprowadzą cła na eksport z Chin równy 200 mld USD, co spotka się z odwetem Chin w postaci ceł na import ze Stanów Zjednoczonych równy 60 mld USD. Choć scenariusz ten jest w naszej ocenie w znacznym stopniu uwzględniony w cenach aktywów, jego materializacja będzie sygnałem rosnącego prawdopodobieństwa wprowadzenia kolejnych działań protekcjonistycznych przez administrację amerykańską, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka i osłabienia kursu złotego (patrz poniżej).

W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w sierpniu o 201 tys. wobec wzrostu o 147 tys. w lipcu (rewizja w dół z 157 tys.), co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 190 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+53,0 tys.), oświacie i służbie zdrowia (+53,0 tys.) oraz budownictwie (+23,0 tys.). Najsilniejszy spadek zatrudnienia nastąpił natomiast w dostarczaniu informacji (-6,0 tys.), handlu detalicznym (-5,0 tys.) oraz w przetwórstwie i sektorze rządowym (po -3,0 tys.). Stopa bezrobocia w sierpniu nie zmieniła się w porównaniu do lipca i wyniosła 3,9%. Stopa bezrobocia pozostaje tym samym wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,5%, por. MAKROmapa z 18.06.2018). Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej obniżył się w sierpniu do 62,7% wobec 62,9% w lipcu, co było efektem wyraźnego wzrostu liczby osób nieaktywnych zawodowo. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego wzrosła w sierpniu do 2,9% wobec 2,7% w lipcu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (2,7%). Jednocześnie jest to najwyższa dynamika wynagrodzeń od czerwca 2009 r. W efekcie bezpośrednio po publikacji danych doszło umocnienia dolara względem euro. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach obserwowany będzie dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń wraz z poprawiającą się sytuacją na amerykańskim rynku pracy. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w sierpniu do 61,4 pkt wobec 58,1 pkt. w lipcu, co jest jego najwyższym poziomem od maja 2004 r. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady wszystkich jego 5 składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, czasu dostaw, zapasów oraz zatrudnienia). Na uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla nowych zamówień, przy nieznacznym spadku składowej dla nowych zamówień eksportowych, który wskazuje na utrzymujący się silny popyt wewnętrzny w amerykańskiej gospodarce. Wzrost odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się w sierpniu do 58,5 pkt. 55,7 pkt. w lipcu. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, nowych zamówień,

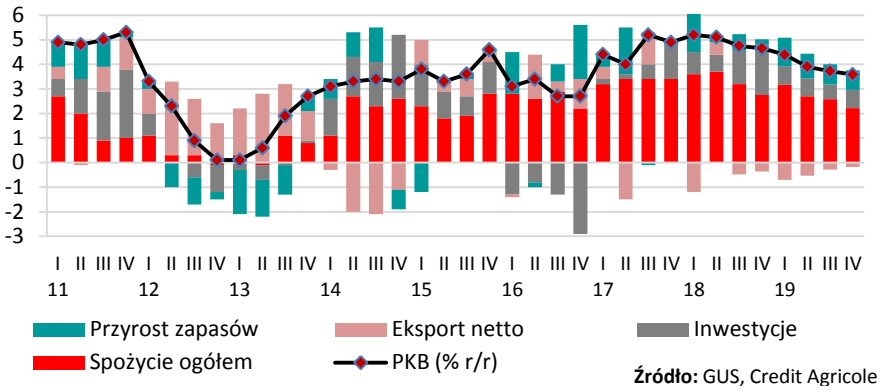
zatrudnienia oraz czasu dostaw). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,9% wobec 4,2% w II kw., pozostając jednak powyżej potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego szacowanego przez FED na poziomie nieznacznie poniżej 2%.

- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się do 51,4 pkt. w sierpniu wobec 52,9 pkt. w lipcu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (53,0 pkt).** Jednocześnie jest to najniższa wartość indeksu od października 2016 r. W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady wszystkich jego pięciu składowych (dotyczących bieżącej produkcji, nowych zamówień ogółem, zatrudnienia, czasu dostaw oraz zapasów pozycji zakupionych). Na szczególną uwagę zasługuje spadek składowej indeksu dotyczącej nowych zamówień eksportowych znacząco poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku tej kategorii. Uważamy, że spadek popytu zagranicznego był związany z obserwowanym w ostatnich miesiącach spowolnieniem w światowym handlu, które ograniczało eksport strefy euro, w tym Niemiec (por. MAKROmapa z 03.09.2018). W kolejnych miesiącach oczekujemy poprawy koniunktury w polskim przetwórstwie wspieranej przez prognozowany przez nas szybszy wzrost inwestycji i konsumpcji, który skompensuje negatywne efekty spowolnienia w światowym handlu.
- **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. Jednym z głównych tematów poruszonych na konferencji była zaskakująco niska dynamika inwestycji w II kw. W ocenie prezesa NBP A. Glapińskiego poziom inwestycji nie budzi niepokoju i zasugerował, że jest on zaniżany przez niedoskonałości stosowanej obecnie sprawozdawczości (por. MAKROpuls z 05.09.2018). A. Glapiński przedstawił również optymistyczną ocenę sytuacji gospodarczej wskazując, że choć gospodarka najprawdopodobniej osiągnęła już szczyt koniunktury to oczekiwane w najbliższych kwartałach spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie łagodne. A. Glapiński podtrzymał ocenę, zgodnie z którą z bardzo dużym prawdopodobieństwem stopy procentowe NBP nie zmienią się do końca 2019 r., a ich stabilizacja w 2020 r. jest prawdopodobna. Wypowiedzi A. Glapińskiego są zgodne 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.).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w lipcu do -1,1% wobec -0,7% w czerwcu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+0,2%). Tym samym od swojego szczytu w maju br. produkcja przemysłowa obniżyła się o 1,9%. Jej spadek w lipcu wynikał z niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz w energetyce, podczas gdy przeciwny efekt miała wyższa dynamika produkcji w budownictwie. Obniżyły się również zamówienia w niemieckim przemyśle (-0,9% m/m w lipcu wobec -3,9% w czerwcu), co również było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (1,8%). Na spadek zamówień ogółem złożyły się niższe zamówienia zagraniczne (-3,4% m/m) oraz wyższe zamówienia krajowe (+2,4% m/m). Wskazuje to, że wciąż silny popyt krajowy nie jest w stanie skompensować niższych zamówień zagranicznych związanych ze spowolnieniem w światowym handlu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego saldo zmniejszyło się w lipcu do 15,8 mld EUR wobec 19,3 mld EUR w czerwcu, co także było znacząco poniżej oczekiwań rynku (19,0 mld EUR). Jednocześnie jest to najniższe saldo w niemieckim handlu zagranicznym od marca 2014 r. Jego zmniejszenie nastąpiło przy spadku dynamiki eksportu (-0,9% m/m w lipcu wobec 0,1% w czerwcu) oraz wzroście dynamiki importu (2,8% w lipcu wobec 1,3% w czerwcu). Ubiegłotygodniowe dane

wskazują, że nadal utrzymuje się trwające od początku br. spowolnienie aktywności w niemieckiej gospodarce, w znacznym stopniu związane ze spowolnieniem w światowym handlu. Tym samym dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech w III kw. nie zmieni się w porównaniu do II kw. i wyniesie 0,5%.

- **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w II kw. nie zmieniło się w porównaniu do I kw. i wyniosło 0,4% (2,1% r/r w II kw. wobec 2,5% w I kw.).** Wyższe wkłady inwestycji (0,3 pp. w II kw. wobec 0,1 pp. w I kw.), wydatków rządowych (0,1 pp. wobec 0,0 pp.) zostały skompensowane przez niższe wkłady konsumpcji prywatnej (0,1 pp. wobec 0,3 pp.) oraz zapasów (0,1 pp. wobec 0,3 pp.). Wkład eksportu netto nie zmienił się i wyniósł -0,2 pp. Tym samym pierwszy raz od II kw. 2017 r. głównym źródłem wzrostu w strefie euro w II kw. były inwestycje podczas gdy w I kw. były to konsumpcja prywatna i zapasy. Prognozujemy, że zarówno w III kw. jak i IV kw. kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro wyniesie 0,5%, a w całym 2018 r. dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zmniejszy się do 2,2% r/r wobec 2,6% w 2017 r.
- **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w sierpniu do 50,7 pkt. wobec 50,8 pkt. w lipcu.** Obniżenie indeksu Caixin PMI wynikało z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji oraz zapasów. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje spadek składowej dla nowych zamówień (50,6 pkt. w sierpniu wobec 51,6 pkt. w lipcu) do najniższego poziomu od maja 2017 r. Jednocześnie składowa dla nowych zamówień eksportowych wzrosła nieznacznie do 48,8 pkt. w sierpniu wobec 48,4 pkt. w lipcu, pozostając jednak nadal wyraźnie poniżej poziomu 50 pkt. oddzielającego spadek od wzrostu aktywności. Struktura danych wskazuje zatem na osłabienie popytu wewnętrznego przy obniżeniu tempa spadku nowych zamówień eksportowych. Spowolnienie spadku nowych zamówień eksportowych sygnalizuje, że wprowadzone przez USA cła na chiński eksport mają jak dotąd ma ograniczony wpływ na jego dynamikę. W weekend opublikowane zostały również dane nt. chińskiego bilansu handlowego, który zmniejszył się w sierpniu do 27,9 mld USD wobec 28,1 mld USD w lipcu, co było poniżej oczekiwań rynku (31,8 mld USD). Obniżeniu salda wymiany handlowej towarzyszyło zmniejszenie dynamiki importu (20,0% r/r wobec 27,3% r/r) oraz eksportu (9,8% wobec 12,2%). W strukturze danych na uwagę zasługuje nadwyżka Chin w handlu z USA, która w sierpniu zwiększyła się do 31,1 mld USD wobec 28,1 mld USD w lipcu, osiągając najwyższy poziom w historii. W kierunku jej wzrostu oddziałują zarówno przyspieszone zamówienia z USA w obawie przed nałożeniem kolejnych ceł jak również utrzymujące się wysokie tempo wzrostu aktywności w USA. Rosnąca nadwyżka Chin w handlu z USA zwiększa prawdopodobieństwo dalszej eskalacji wojny handlowej. 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 dalszego pogorszenia nastrojów 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.

Prognozy na lata 2018 – 2019



Źródło: GUS, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 9). Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2018 r. wyniesie 4,8% r/r (5,0% przed rewizją), a w 2019 r. będzie równe 3,5% (wobec 3,7% w poprzedniej prognozie).

Główne tendencje dotyczące wzrostu gospodarczego w naszym scenariuszu nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do ostatniej prognozy. Uważamy, że I kw. 2018 r. był szczytem bieżącego cyklu wzrostu gospodarczego. W kolejnych kwartałach oczekujemy, że tempo wzrostu PKB nadal będzie osiągało relatywnie wysokie poziomy, jednak będzie się ono znajdować w łagodnym trendzie spadkowym.

Rewizja w dół prognozowanego przez nas tempa wzrostu PKB w 2018 r. jest głównie podyktowana odmienną od naszych oczekiwań strukturą wzrostu gospodarczego w II kw. (por. MAKROpuls z 31.08.2018). Zarówno wkład eksportu netto, jak i dynamika inwestycji w II kw. były wyraźnie niższe od naszych prognoz. Oczekujemy, że w ślad za oczekiwanym przez nas ożywieniem inwestycji począwszy od III kw. dynamika importu będzie wyższa od dynamiki eksportu. W konsekwencji wkład eksportu netto obniży się ponownie do ujemnego poziomu i pozostanie poniżej zera w całym horyzoncie prognozy. Z kolei przyspieszenie wzrostu inwestycji w II poł. 2018 r. będzie czynnikiem dynamizującym PKB, jednak ze względu na niższy punkt startowy (II kw.) tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w całym 2018 r. będzie niższe niż wcześniej oczekiwaliśmy.

Przyspieszenie inwestycji ogółem w II poł br. będzie związane ze znaczącym przyspieszeniem wzrostu inwestycji publicznych realizowanych poza jednostkami samorządu terytorialnego oraz zwiększeniem dynamiki nakładów inwestycyjnych małych i średnich przedsiębiorstw. Uważamy jednak, że ze względu na cykl polityczny (inwestycyjna „górka" w jednostkach samorządu terytorialnego w 2018 r. w związku z wyborami samorządowymi) oraz sygnalizowany w badaniach koniunktury krótki cykl inwestycyjny w sektorze przedsiębiorstw (por. MAKROmapa z 27.08.2018), w 2019 r. tempo wzrostu inwestycji będzie się stopniowo obniżać.

Pomimo ożywienia inwestycji głównym motorem wzrostu gospodarczego w całym horyzoncie prognozy pozostanie konsumpcja. Wsparciem dla spożycia prywatnego będzie umiarkowanie wysoka dynamika realnego funduszu płac oraz niska skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania. W najbliższych kwartałach utrzyma się umiarkowana presja płacowa, jednak dynamika nominalnych wynagrodzeń w 2019 r. obniży się do 6,6% z 6,9% w 2018 r., do czego w znacznym stopniu przyczyni się spodziewane wejście w życie ustawy o Pracowniczych Programach Kapitałowych, która spowoduje wzrost kosztów płacowych ponoszonych przez przedsiębiorstwa i ograniczy przestrzeń do podwyżek płac. Rosnące

trudności przedsiębiorstw ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą ograniczały wzrost zatrudnienia poza rolnictwem, którego tempo spadnie z 0,9% r/r w 2018 r. do 0,4% w 2019 r.

Zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę inflacji w IV kw. 2018 r. (1,4% r/r wobec 1,1% w poprzedniej prognozie) i w całym 2019 r. (do 1,5% r/r z 1,3%) ze względu na wyższą dynamikę cen nośników energii, i paliw. Ze względu na suszę, jaka wystąpiła w tym roku na północy Europy, nieznacznie zrewidowaliśmy również nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się cen żywności. Uważamy, że skutki suszy będą oddziaływać w kierunku wyższego tempa wzrostu cen przede wszystkim w kategoriach „pieczywo i produkty zbożowe" oraz „warzywa". Jednocześnie z uwagi na negatywny wpływ suszy na produkcję mleka w UE, prognozowany przez nas spadek dynamiki cen w kategoriach „mleko, sery i jaja" oraz „oleje i tłuszcze" będzie wolniejszy. Choć w listopadzie i w grudniu istnieje nadal wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia deflacji cen żywności, w naszej ocenie w całym IV kw. ukształtuje się ona nieznacznie powyżej zera (+0,1% r/r). W 2019 r. oczekujemy stopniowego zwiększenia dynamiki cen żywności do 2,1% r/r w IV kw., wspieranego przez wyższe tempo wzrostu cen mięsa, pieczywa, cukru oraz produktów mlecznych. W horyzoncie prognozy nadal spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji bazowej do 1,0% r/r w IV kw. 2018 r. i 1,5% w IV kw. 2019 r., wspieranego przez wzrost jednostkowych kosztów pracy następujący w warunkach wzrostu inflacji bazowej w strefie euro i umiarkowanego umocnienia kursu złotego.

Podtrzymaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego i inflacji kształtującej się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP nie zmieni stóp procentowych do marca 2020 r. Wsparciem dla naszego scenariusza wspierają wypowiedzi Prezesa NBP na konferencji po wrześniowym posiedzeniu RPP (por. MAKROpuls z 5.09.2018). Jest on spójny o oczekiwanym przez nas w średnim terminie kształtem polityki monetarnej w strefie euro (pierwsza podwyżka stopy depozytowej EBC we wrześniu 2019 r.).

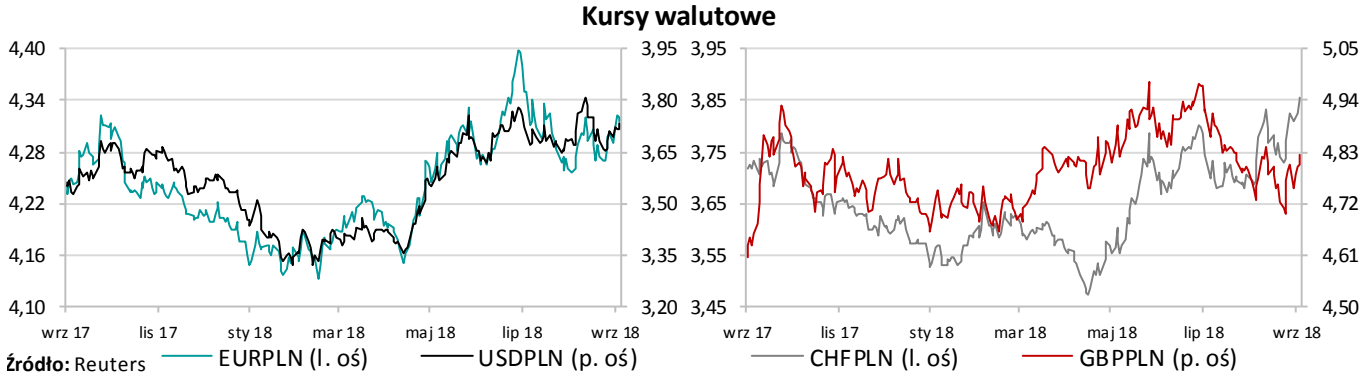
Zrewidowaliśmy w górę naszą krótkookresową prognozę kursu EURPLN. Oczekujemy, że w najbliższych dniach Stany Zjednoczone wprowadzą cła na eksport z Chin równy 200 mld USD, co spotka się z odwetem Chin w postaci ceł na import ze Stanów Zjednoczonych równy 60 mld USD. Choć scenariusz ten jest w naszej ocenie w znacznym stopniu uwzględniony w cenach aktywów, jego materializacja będzie sygnałem rosnącego prawdopodobieństwa wprowadzenia kolejnych działań protekcjonistycznych przez administrację amerykańską. W konsekwencji, w najbliższych miesiącach polityka handlowa USA będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka i osłabienia kursu złotego.

Dostrzegamy istotne czynniki ryzyka w dół dla naszej prognozy tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Jeśli USA zdecydują się na zintensyfikowanie działań protekcjonistycznych w handlu zagranicznym, co będzie wiązało się również najprawdopodobniej z wprowadzeniem ceł odwetowych przez Chiny i Unię Europejską (tzw. „wojna handlowa"), przyczyni się to do silniejszego od naszych oczekiwań spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Szczególnie niekorzystne z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Niemczech, a tym samym również w krajach regionu (w tym w Polsce), byłoby ewentualne wprowadzenie ceł na importowane do USA samochody (w wysokości 25%).

Drugim czynnikiem ryzyka jest obecny *policy-mix* w USA. Ekspansywna polityka fiskalna administracji D. Trumpa jest obecnie realizowana w warunkach przegrzania tej gospodarki. Uważamy, że cięcia podatków w USA będą miały tylko przejściowy pozytywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w USA i nie przyczynią się do istotnego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw i produktywności w kolejnych latach. Oczekujemy zatem, że korzystny efekt reformy systemu podatkowego na tempo wzrostu PKB USA wygaśnie w 2020 r. W warunkach oczekiwanego przez nas w najbliższych kwartałach dalszego

zacieśniania polityki pieniężnej przez FED takie uwarunkowania w polityce fiskalnej oddziałują w kierunku zwiększenia ryzyka wystąpienia recesji w USA w 2020 r.

Złoty wciąż pod wpływem wojny handlowej na linii USA-Chiny



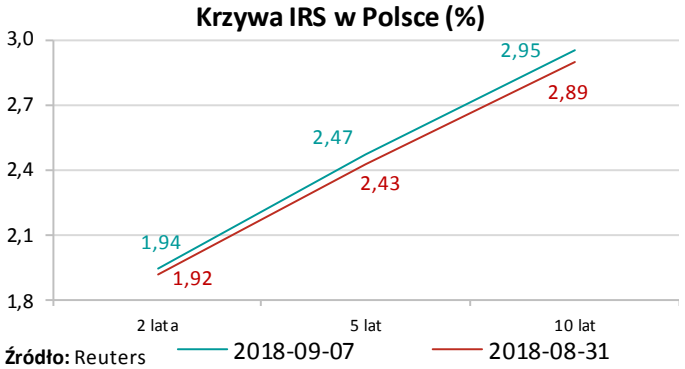
Źródło: Reuters

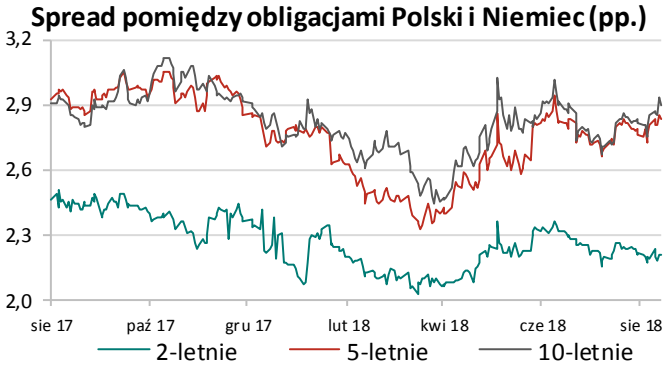
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3153 (osłabienie złotego o 0,3%). Od poniedziałku do czwartku złoty tracił na wartości względem euro. W znacznym stopniu wynikało to z doniesień medialnych, zgodnie z którymi w czwartek prezydent USA D. Trump miał ogłosić nowe cła na import z Chin, tym razem na towary o łącznej wartości 200 mld USD. W kierunku osłabienia polskiej waluty oddziaływały również czynniki transakcyjne, po tym jak jeden z wiodących funduszy inwestycyjnych likwidował część swoich portfeli inwestycyjnych, czego następstwem był znaczący odpływ kapitału portfelowego. Ostatecznie D. Trump nie ogłosił w czwartek nowych ceł na import z Chin, co w piątek oddziaływało w kierunku nieznacznego umocnienia złotego. Lepsze od oczekiwań dane nt. rocznej dynamiki wynagrodzeń w USA były lekko negatywne dla kursu polskiej waluty.

Z uwagi na naturę ubiegłotygodniowego osłabienia polskiej waluty, które było przede wszystkim skutkiem wzrostu awersji do ryzyka związanej z niepewnością wokół polityki handlowej USA, złoty tracił również względem innych głównych walut. W efekcie w ubiegłym tygodniu polska waluta osłabiła się względem franka szwajcarskiego (o 0,5%), funta brytyjskiego (o 0,4%) oraz dolara amerykańskiego (o 0,4%).

W tym tygodniu złoty pozostawać będzie pod wpływem wojny handlowej na linii USA-Chiny. W przypadku gdy D. Trump zdecyduje się wprowadzić zapowiadane wcześniej podwyższone cła na kolejne towary z Chin można oczekiwać osłabienia złotego. Krajowe dane o finalnej inflacji i bilansie płatniczym będą neutralne dla złotego. W kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty może oddziaływać natomiast zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Publikacje licznych danych z USA (inflacja CPI, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, indeks Uniwersytetu Michigan), Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich) oraz Niemiec (indeks ZEW) będą naszym zdaniem neutralne dla złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Czynniki krajowe negatywne dla stawek IRS





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,92 (wzrost o 2pb), 5-letnie do poziomu do 2,47 (wzrost o 4pb), a 10-letnie do 2,95 (wzrost o 6 pb). Od poniedziałku do środy stawki IRS były relatywnie stabilne. W czwartek doszło do wyraźnego wzrostu stawek IRS w ślad za rosnącymi rentownościami polskich obligacji, po tym jak jeden z wiodących funduszy inwestycyjnych likwidował część swoich portfeli inwestycyjnych. Z uwagi na związaną z tym relatywnie dużą podaż papierów na rynku przeprowadzona w czwartek aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 5-, 6-, 10- i 11 letnich terminach zapadalności za 4,0 mld zł przy popycie równym 6,78 mld zł, oddziaływała w kierunku dalszego wzrostu stawek IRS. W piątek rano doszło do nieznacznej korekty, jednak lepsze od oczekiwań dane nt. tempa wzrostu wynagrodzeń w USA oddziaływały w kierunku dalszego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie EBC. Uważamy, że będzie ono oddziaływało w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Neutralne dla rynku będą również krajowe dane o finalnej inflacji i bilansie płatniczym, dane z USA (inflacja CPI, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Niemiec (indeks ZEW). Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 17	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
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*	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	**4,31**
Kurs USDPLN*	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	**3,65**
Kurs CHFPLN*	3,72	3,77	3,65	3,59	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	**3,68**
Inflacja CPI (r/r, %)	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	**1,9**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	**0,9**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	8,9	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	**5,5**	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	**3,2**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	**9,0**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	**6,7**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	**3,5**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	**5,9**	
Saldo ROB (mln EUR)	311	218	206	54	-847	1955	-782	-785	-90	169	-240	**-290**		
Eksport (r/r, %, EUR)	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,9	2,7	9,0	**11,9**		
Import (r/r, %, EUR)	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,7	8,1	1,4	11,1	1,5	10,2	**11,0**		

* 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	4,6	4,8	3,5
Konsumpcja (%, r/r)		4,8	4,9	4,8	4,7	4,4	3,9	3,7	3,6	4,8	4,8	3,9
Inwestycje (%, r/r)		8,1	4,5	8,0	8,5	6,2	4,4	3,4	2,9	3,4	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	8,2	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	8,7	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	2,7	2,8	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,9	0,7	1,4	2,1	0,8	0,7	0,6	0,7	0,6	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	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,78	1,72	1,70	1,78
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	4,31	4,29	4,27	4,25	4,20	4,15	4,18	4,29	4,15
USDPLN**		3,42	3,74	3,65	3,55	3,47	3,40	3,28	3,19	3,48	3,55	3,19

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 10.09.2018r.				
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	4,6	4,0	4,0
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	2,1	2,1	2,2
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	14,7		14,6
		Wtorek 11.09.2018r.				
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	-13,7	-8,0	-14,1
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	0,7		0,7
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Lipiec	-0,1		
		Środa 12.09.2018r.				
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	II kw.	1,4		
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-0,7		-0,5
		Czwartek 13.09.2018r.				
10:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Sierpień**	**2,0**	**1,9**	**2,0**
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Wrzesień	0,75	0,75	0,75
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Wrzesień	0,00	0,00	0,00
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Lipiec**	**-240**	**-290**	**-659**
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Sierpień	0,2	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Sierpień	0,2	0,2	0,2
		Piątek 14.09.2018r.				
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	8,8	9,1	8,7
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	6,0	6,1	6,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	5,5	5,0	5,5
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	II kw.	1,8		
14:00	**Polska**	**Inflacja bazowa (% r/r)**	**Sierpień**	**0,6**	**0,9**	**0,8**
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	0,5	0,4	0,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,1	0,4	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	78,1	78,3	78,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Lipiec	0,1		0,5
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	96,2	96,7	96,6

* 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.