

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych październikowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w październiku do 53,8 pkt. wobec 54,2 pkt. we wrześniu. Uważamy, że do spadku wskaźnika przyczyniło się pogorszenie koniunktury zarówno w Niemczech, jak i we Francji. W czwartek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 103,3 pkt. w październiku z 103,7 pkt. we wrześniu. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne dla oceny trwałości obserwowanego w ostatnich miesiącach spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty oraz wpływu działań protekcyjnych D. Trumpa na nastroje eksporterów. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach są zbliżone do konsensusu. Tym samym ich realizacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i ceny polskich obligacji.
- **W niedzielę odbyły się wybory samorządowe w Polsce.** Według badania *exit poll* opracowanego przez Ipsos, w głosowaniu do sejmików wojewódzkich Prawo i Sprawiedliwość uzyskało poparcie na poziomie 32,3%, Koalicja Obywatelska zdobyła 24,7% głosów, a Polskie Stronnictwo Ludowe uzyskało 16,6% głosów. Szacowana przez Ipsos frekwencja wyniosła 51,3% wobec 47,2% w wyborach z 2014 r., co było najprawdopodobniej najwyższą frekwencją w wyborach samorządowych od 1990 r. Oficjalne wyniki wyborów do sejmików poznamy najprawdopodobniej we wtorek. Sondażowe wyniki wskazują, że w porównaniu z wyborami samorządowymi w 2014 r. poparcie dla PiS wzrosło o 5,4 pkt. proc. Poparcie to było jednak wyraźnie niższe niż w wyborach parlamentarnych w 2015 r. (spadek o 5,3 pkt. proc.), co może skłonić rząd do podjęcia działań zmierzających do zwiększenia poparcia społecznego przed zaplanowanymi na jesień 2019 r. wyborami parlamentarnymi. Dlatego uważamy, że sondażowe wyniki wyborów do sejmików wojewódzkich sygnalizują wzrost prawdopodobieństwa korekty polityki fiskalnej w 2019 r. w kierunku dalszego zwiększenia wydatków publicznych (w tym najprawdopodobniej wydatków socjalnych). Obecnie trudno jednak prognozować skalę tej korekty oraz wskazać jej beneficjentów. Trudno również ocenić, w jakim stopniu zwiększone wydatki przyczynią się do wzrostu deficytu sektora finansów publicznych, w jakim zaś zostaną sfinansowane z dodatkowych dochodów sektora (np. z dodatkowych wpływów uzyskanych dzięki zniesieniu limitu dla podstawy wymiaru składek emerytalno-rentowych – tzw. 30-krotności). W konsekwencji, wynik wyborów samorządowych jest w krótkim okresie neutralny dla kursu złotego i rentowności obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie czwartkowe 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. W rezultacie konferencja po posiedzeniu najprawdopodobniej nie będzie miała istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA. W piątek zostanie opublikowany wstępny szacunek PKB w III kw.** Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego obniży się do 3,3% wobec 4,2% w II kw., ze względu na niższe wkłady konsumpcji, inwestycji i eksportu netto. Wyższa kontrybucja zmiany zapasów będzie oddziaływała w przeciwnym kierunku. W tym tygodniu poznamy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które naszym zdaniem spadły we wrześniu o 1,6% m/m wobec wzrostu o 4,4% w sierpniu, z uwagi na niższe zamówienia na samoloty w firmie Boeing. W tym tygodniu opublikowane zostaną także dane nt. sprzedaży nowych domów (630 tys. we wrześniu

wobec 629 tys. w sierpniu), które dostarczą kolejnych sygnałów wskazujących na utrzymujące się spowolnienie tempa wzrostu aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości (patrz poniżej). Opublikowane zostaną również wyniki badań koniunktury w USA. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (98,5 pkt. w październiku wobec 100,1 pkt. we wrześniu) wskaże na lekkie pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.

W zeszłym tygodniu

- **W piątek agencja ratingowa Moody's obniżyła rating Włoch do Baa3 z Baa2.** Jednocześnie perspektywa ratingu została zmieniona z negatywnej na stabilną. W rezultacie rating Włoch kształtuje się na najniższym poziomie w ramach „poziomu inwestycyjnego”. Obniżenie oceny wiarygodności kredytowej Włoch wynikało z pogorszenia perspektyw dla sytuacji w finansach publicznych (prognozowane wyższe od wcześniejszych oczekiwania deficyty sektora GG). Drugim argumentem na rzecz obniżenia ratingu była zbyt wolna – w ocenie agencji – implementacja reform strukturalnych. Obniżka ratingu była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi, jednak niektórzy analitycy spodziewali się utrzymania negatywnej perspektywy. W rezultacie, uważamy, że decyzja o zmianie perspektywy na stabilną będzie oddziaływała w kierunku wzrostu kursu EURUSD i spadku kursu EURPLN w tym tygodniu.
- **Inflacja w Polsce obniżyła się we wrześniu do 1,9% r/r wobec 2,0% w sierpniu kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym oraz powyżej wstępnego szacunku GUS (1,8%).** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia inflacji była niższa dynamika cen paliw. Przeciwny efekt miał wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (por. MAKROmapa z 15.10.2018). Inflacja bazowa zmniejszyła się we wrześniu do 0,8% r/r wobec 0,9% w sierpniu. Zgodnie z naszą zrewidowaną w górę prognozą, w IV kw. br. inflacja zmniejszy się do 1,8% r/r wobec 2,0% w III kw., a w całym 2018 r. wyniesie 1,8% wobec 2,0% w 2017 r. W 2019 r. oczekujemy wzrostu inflacji do 2,2% (patrz poniżej).
- **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się we wrześniu do 2,8% r/r wobec 5,0% w sierpniu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy sierpniem a wrześniem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Struktura danych wskazuje, że tempo wzrostu produkcji przemysłowej było również ograniczane przez pogorszenie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym w strefie euro i w Niemczech. Czynnikiem hamującym wzrost produkcji była również narastająca bariera w postaci braku wykwalifikowanych pracowników (por. MAKROpuls z 17.10.2018). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się we wrześniu do 16,4% r/r wobec 20,0% w sierpniu. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej spadek dynamiki produkcji budowlano-montażowej wynikał zarówno z efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, jak i wspomnianych wyżej ograniczeń podażowych związanych z brakiem wykwalifikowanych pracowników. W III kw. średnia dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 5,9% r/r wobec 7,0% w II kw., podczas gdy dynamika produkcji budowlano-montażowej obniżyła się do 18,3% wobec 21,5%. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy dynamiki PKB w III kw. br. (4,4% r/r wobec 5,1% w II kw.).
- **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się we wrześniu o 5,6% r/r wobec wzrostu o 9,0% w sierpniu.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych obniżyła się we wrześniu do 3,6% r/r wobec 6,7% w sierpniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia tempa wzrostu sprzedaży była jej niższa dynamika w kategorii "pojazdy, samochodowe, motocykle i części", związana z wejściem w życie 1 września nowych norm emisji spalin. Skutkowało to podbiciem dynamiki sprzedaży w tej kategorii w lipcu i sierpniu i jej silnym spadkiem we wrześniu (por. MAKROpuls z 19.10.2018). Przeciętna dynamika realnej sprzedaży detalicznej zmniejszyła się do 5,8% r/r w III kw. wobec 6,1% w II kw. Dane o sprzedaży

detalicznej w sierpniu stanowią zatem wsparcie dla naszej prognozy lekkiego spadku dynamiki konsumpcji w III kw. (4,8% r/r wobec 4,9% w II kw.).

- ✓ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się we wrześniu do 6,7% r/r z 6,8% w sierpniu.** W kierunku obniżenia tempa wzrostu wynagrodzeń oddziaływały efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, a także najprawdopodobniej przesunięcia wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych branżach. Roczna dynamika zatrudnienia obniżyła się do 3,2% we wrześniu wobec 3,4% w sierpniu. Szacujemy, że realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zmniejszyła się we wrześniu do 8,1% r/r wobec 8,2% w sierpniu. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach roczna dynamika wynagrodzeń, wspierana przez umiarkowaną presję płacową w szeregu branż, będzie się kształtować w okolicach 7%. Czynnikiem ograniczającym dynamikę płac w przedsiębiorstwach są niepewność dotycząca terminu wprowadzenia Pracowniczych Programów Kapitałowych, ewentualne wejście w życie ustawy znoszącej ograniczenie dla rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenie emerytalne i rentowe (tzw. 30-krotności), a także wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw związku ze wzrostem cen energii elektrycznej (por. MAKROpuls z 16.10.2018).
- ✓ **W sierpniu deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 549 mln EUR wobec 750 mln EUR w lipcu.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów pierwotnych oraz obrotów towarowych (odpowiednio o 602 mln EUR i 15 mln EUR wyższe niż w lipcu). Przeciwny efekt miały niższe salda dochodów wtórnych oraz usług (odpowiednio o 288 mln EUR i 128 mln EUR niższe niż w lipcu). Dynamika eksportu zmniejszyła się w sierpniu do 7,4% r/r wobec 9,2% w lipcu, a dynamika importu wzrosła do 11,2% wobec 10,3%. W kierunku obniżenia dynamik eksportu oraz importu oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Zgodnie z komunikatem NBP do wzrostu dynamiki importu przyczyniła się wyższa wartość importu ropy naftowej i produktów jej rafinacji. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się w III kw. do -0,7% wobec 0,2% w II kw.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z chińskiej gospodarki.** Tempo wzrostu PKB obniżyło się do 6,5% r/r wobec 6,7% w II kw. (1,6% kw/kw w III kw. wobec 1,8% w II kw.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku. Jednocześnie była to najniższa dynamika PKB od I kw. 2009 r. Obniżenie tempa wzrostu gospodarczego jest efektem spowolnienia popytu wewnętrznego wynikającego ze spowolnienia wzrostu spożycia ogółem. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. produkcji przemysłowej (5,8% r/r we wrześniu wobec 6,1% w sierpniu), sprzedaży detalicznej (9,2% wobec 9,0%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (5,4% wobec 5,3%), które na ogół wskazały na stabilizację tempa wzrostu aktywności gospodarczej we wrześniu w porównaniu do sierpnia. Mimo słabszych od oczekiwań danych nt. wzrostu gospodarczego w III kw. podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w 2018 r. do 6,6% wobec 6,9% w 2017 r. Tym samym Chiny osiągną cel dla wzrostu gospodarczego na 2018 r. wyznaczony na poziomie ok. 6,5%. Jednocześnie uważamy, że liczne działania planowane przez chiński rząd mające na celu pobudzenie popytu wewnętrznego (m.in. podwyższenie kwoty wolnej od podatku dochodowego, obniżenie podatków dla przedsiębiorstw, zwiększenie akcji kredytowej, uruchomienie nowych inwestycji infrastrukturalnych, czy też preferencje podatkowe dla firm eksportowych) oraz Ludowy Bank Chin (ostatnie obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej – por. MAKROmapa z 08.10.2018), a także wyraźne osłabienie juana względem dolara (o ok. 7% od czerwca br.) znajdują 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.
- ✓ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w październiku do -24,7 pkt.**

wobec -10,6 pkt. we wrześniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-12,0 pkt.). Tym samym indeks ukształtował się na poziomie z lipca br. – najniższej wartości od sierpnia 2012 r. Zgodnie z komunikatem, pogorszenie nastrojów wynikało z dalszej eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny, rosnącego prawdopodobieństwa realizacji scenariusza „hard Brexit”, a także wzrostu ryzyka politycznego w Niemczech. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo w Niemczech w IV kw. nie zmieni się w porównaniu do III kw. i wyniesie 0,5%.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Miesięczna dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 0,1%, co było poniżej oczekiwań rynku (0,6%). Po wyłączeniu samochodów dynamika sprzedaży detalicznej spadła do -0,1% wobec 0,2%. W kierunku jej obniżenia oddziaływała niższa dynamika sprzedaży m.in. w kategoriach „zdrowie i opieka zdrowotna”, „stacje benzynowe” oraz „wyposażenie domu i ogrodu”. Wykorzystanie mocy wytwórczych we wrześniu nie zmieniło się w porównaniu do sierpnia i wyniosło 78,1%. Na dalsze spowolnienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane o pozwoleniach na budowę domów (1241 tys. we wrześniu wobec 1249 tys. w sierpniu), rozpoczętych budowach domów (1201 tys. wobec 1268 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,15 mln wobec 5,33 mln). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również regionalne wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Na poprawę sytuacji w przetwórstwie w stanie Nowy Jork wskazał indeks NY Empire State, który zwiększył się w październiku do 21,1 pkt. wobec 19,0 pkt. we wrześniu. Nieznaczne pogorszenie koniunktury w przetwórstwie na północnym-wschodzie USA zasygnalizował natomiast indeks Philadelphia FED, który zmniejszył się w październiku do 22,2 pkt. wobec 22,9 pkt. w wrześniu. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 3,3% wobec 4,2% w II kw., pozostając jednak powyżej potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego szacowanego przez FED na poziomie nieznacznie poniżej 2%.

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC.** W zapisie dyskusji na szczególną uwagę zasługuje informacja, zgodnie z którą część członków FED uważa, że konieczne może być przejściowe podniesienie stóp procentowych powyżej poziomu długookresowego wskazywanego w projekcjach FOMC (3,00%). Ich zdaniem zmniejszyłoby to ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego oraz powstania znaczącej nierównowagi w systemie finansowym. Treść *Minutes* stanowi 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.

✓ Wyższa inflacja nie przyspieszy podwyżek stóp procentowych

Biorąc pod uwagę wrześniowe dane o inflacji (por. MAKROpuls z 15.10.2018), jak również nasze obliczenia dotyczące proinflacyjnego wpływu wyższych cen prądu na dynamikę cen konsumpcyjnych (por. MAKROmapa z 15.10.2018) zdecydowaliśmy się podnieść naszą prognozę inflacji CPI na najbliższe kwartały.

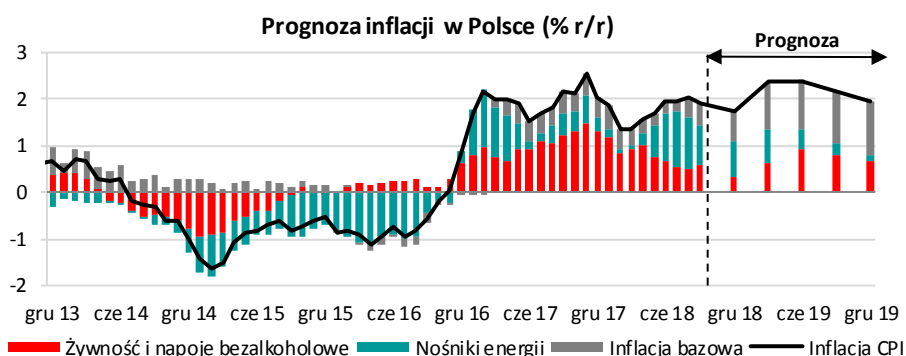
Głównym powodem rewizji są podwyżki cen prądu. Szacujemy, że łączny wpływ proinflacyjnego szoku wyższych cen prądu w firmach przemysłowych i usługowych wyniesie 0,3-0,4 pkt. proc. Część firm najprawdopodobniej uwzględni wyższe koszty energii w swoich cennikach z wyprzedzeniem, a w rezultacie efekt ten zmaterializuje się już na przełomie 2018 i 2019 r. i będzie podbijał inflację CPI przez rok. Szok ten znajdzie odzwierciedlenie przede wszystkim w wyższej inflacji bazowej, która naszym zdaniem wyniesie 1,1% r/r w IV kw. br. i utrzyma się w trendzie wzrostowym osiągając poziom 2,0% w IV

kw. 2019 r. Tendencja wzrostowa dla inflacji bazowej będzie wynikała nie tylko z wyższych cen energii, ale również ze wzrostu jednostkowych kosztów pracy następującego w warunkach wzrostu inflacji bazowej w strefie euro.

Zrewidowaliśmy w górę również naszą ścieżkę inflacji żywności. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen w kategorii żywność i napoje bezalkoholowe obniży się w IV kw. br. do 1,4% r/r wobec 2,2% w III kw., a w całym 2018 r. wyniesie 2,7% r/r. Jednocześnie prognozujemy, że w całym 2019 r. inflacja żywności wzrośnie do 3,1%. Jednym z czynników, który skłonił nas do rewizji w górę ścieżki inflacji żywności był silniejszy od naszych oczekiwań wpływ tegorocznej suszy na ceny w kategorii „pieczywo i produkty zbożowe” oraz „warzywa”. Co więcej, w kierunku wzrostu cen żywności oddziałuje rosnąca presja kosztowa w branży spożywczej związana ze wzrostem kosztów pracy oraz energii. W wielu przypadkach z nawiązką kompensuje ona spadek cen surowców rolnych wykorzystywanych w produkcji żywności. Popyt na żywność w Polsce charakteryzuje się niską elastycznością cenową, co umożliwia producentom żywności przerzucanie wyższych kosztów na konsumentów. Tym samym prognozowany przez nas wzrost cen żywności będzie miał szeroki zakres. Jedynymi kategoriami, w której w najbliższych miesiącach oczekujemy spadku cen w ujęciu rocznym są „owoce” (efekt rekordowych tegorocznych zbiorów) oraz „mleko, sery, jaja” (efekt wysokiej bazy sprzed roku w przypadku cen jaj). Głównymi czynnikami ryzyka dla naszego scenariusza cen żywności są warunki agrometeorologiczne w Polsce oraz wśród największych eksporterów żywności na świecie, a także Brexit.

Prognozujemy, że dynamika cen paliw oraz innych nośników energii będzie kształtowała się zgodnie z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami. Uważamy, że od początku 2019 r. ukształtuje się ona w trendzie spadkowym, wraz z wygaśnięciem efektów niskiej bazy, które podbijały ją w br. oraz względną stabilizacją cen ropy na światowym rynku. W naszej prognozie zakładamy, że ceny prądu dla odbiorców indywidualnych nie wzrosną znacząco do końca 2019 r. Wsparciem dla scenariusza zakładającego stabilizację cen prądu dla gospodarstw domowych są zbliżające się wybory parlamentarne. Zgodnie z wypowiedzią ministra energii, K. Tchórzewskiego, nowa taryfa dla gospodarstw domowych wejdzie w życie w 2019 r., ale ceny prądu nie wzrosną o więcej niż 5%. Podwyżka cen prądu w takiej skali oddziaływałaby w kierunku wzrostu inflacji o 0,2 pkt. proc.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki prognozujemy, że inflacja CPI osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 2,5% r/r na przełomie I i II kw. 2019 r. i później zacznie się stopniowo obniżać. Oczekiwana przez nas dynamika cen wyniesie średniorocznie 2,2% w 2019 r. wobec 1,8% w 2018 r. Uważamy, że wyższe ceny prądu nie przyczynią się do wystąpienia tzw. efektów drugiej



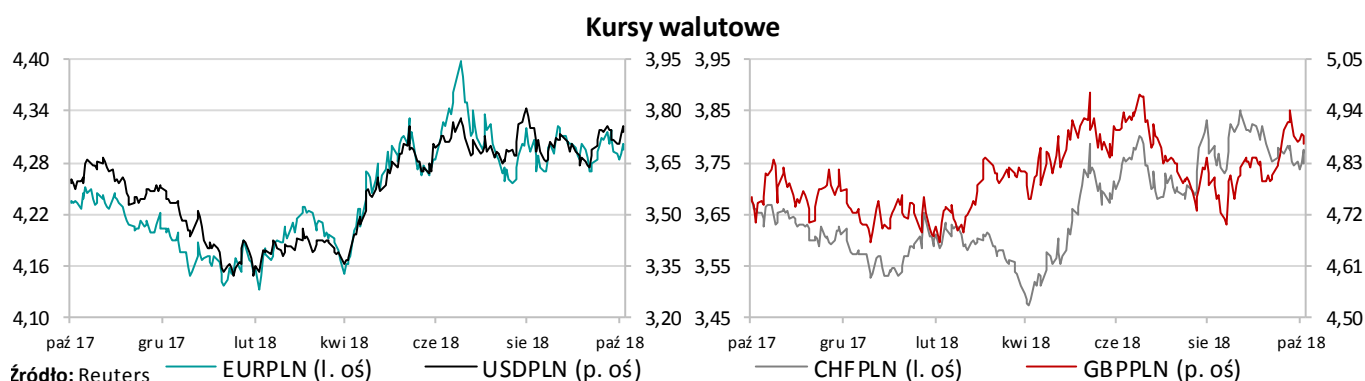
Źródło: GUS, Credit Agricole

rundy (wtórny szok cenowy w reakcji na podwyżki płac wywołane wzrostem inflacji i oczekiwań inflacyjnych). 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 umiarkowany wzrost płac w sektorze publicznym (wzrost płac w tym sektorze wpływa na dynamikę płac w sektorze prywatnym).

Pomimo wyższego tempa wzrostu cen, podtrzymujemy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego i inflacji kształtującej się tylko przejściowo na poziomie zbliżonym do celu (2,5%) RPP nie zmieni stóp procentowych do marca 2020 r. Wsparciem dla naszego scenariusza jest wypowiedź prezesa NBP na konferencji po październikowym posiedzeniu RPP (por. MAKROpuls z 3.10.2018), zgodnie z którą stopy procentowe NBP najprawdopodobniej nie zmienią się do końca 2019 r. Jest on również spójny z oczekiwanym przez nas w średnim terminie kształtem polityki monetarnej w strefie euro (pierwsza podwyżka stopy depozytowej EBC we wrześniu 2019 r.). Ponadto, prognozowany przez nas wzrost inflacji w 2019 r. będzie w dużej mierze skutkiem szoku podażowego (wyższe ceny energii), na który RPP nie powinna reagować.

Dla perspektyw stóp procentowych ważna jest również ostatnia dyskusja nt. rozumienia celu inflacyjnego przez RPP. K. Zubelewicz stwierdził, że niektórzy członkowie RPP postrzegają cel inflacyjny jako przedział. W jego ocenie wskazuje to na ryzyko, że RPP będzie skłonna tolerować wyższą inflację. W takiej sytuacji trudno oczekiwać by RPP zdecydowała się na podwyżki stóp procentowych w reakcji na przebieg inflacji zgodny z naszą prognozą.

Indeksy PMI w centrum uwagi rynku



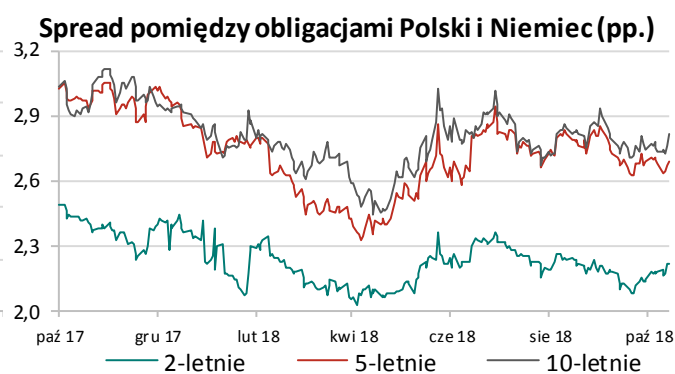
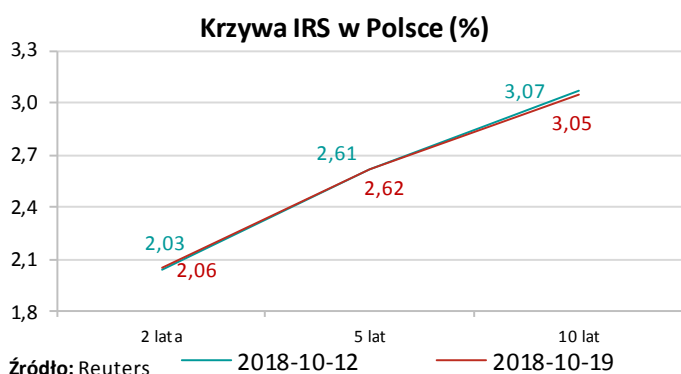
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2962 (osłabienie złotego o 0,1%). W poniedziałek rano doszło do umocnienia złotego w reakcji na decyzję agencji S&P o podniesieniu polskiego ratingu. We wtorek i w środę kurs EURPLN był relatywnie stabilny i oscylował wokół poziomu 4,29. W czwartek doszło do osłabienia złotego wraz ze zwiększeniem światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej wzrostem indeksu VIX. Mniejszemu popytowi na ryzykowne aktywa sprzyjał jastrzębi wydzwięk *Minutes* po wrześniowym posiedzeniu FOMC. W piątek kurs złotego ustabilizował się na poziomie zbliżonym do czwartkowego zamknięcia.

Z uwagi na naturę ubiegłotygodniowego osłabienia złotego, które było przede wszystkim skutkiem wzrostu światowej awersji do ryzyka, złoty tracił również względem innych głównych walut. W efekcie w ubiegłym tygodniu polska waluta osłabiła się względem dolara amerykańskiego (o 0,6%) oraz franka szwajcarskiego (o 0,1%). Złoty nieznacznie umocnił się natomiast względem funta brytyjskiego (o 0,3%), czemu sprzyjał wzrost kursu EURGBP po tym jak szczyt UE w sprawie *Brexitu* nie przyniósł porozumienia pomiędzy Wielką Brytanią a UE.

Wyniki *exit poll* wskazujące na zwycięstwo PiS w wyborach samorządowych są w naszej ocenie neutralne dla złotego. Piątkowa lepsza od oczekiwań rynkowych decyzja agencji ratingowej Moody's (obniżka ratingu do Baa3 przy zmianie perspektywy z negatywnej na stabilną) będzie naszym zdaniem oddziaływała w kierunku wzrostu kursu EURUSD i spadku kursu EURPLN w tym tygodniu (patrz powyżej).

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą zaplanowane na środę wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych gospodarkach strefy euro (PMI). W przypadku realizacji naszych zbliżonych do konsensusu rynkowego prognoz dane nie będą miały jednak istotnego wpływu na kursu złotego. Ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty będzie miała także publikacja indeksu Ifo dla Niemiec oraz liczne dane z USA (wstępny szacunek PKB, sprzedaż nowych domów, wstępne zamówienia na dobra trwałe, finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Uważamy, że zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC nie będzie miało istotnego wpływu na kurs złotego.

Posiedzenie EBC neutralne dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 2,06 (wzrost o 3pb), 5-letnie do poziomu do 2,62 (wzrost o 1pb), a 10-letnie obniżyły się do 3,05 (spadek o 2pb). Przez cały ubiegły tydzień obserwowany był spadek stawek IRS krótkim końcu i środkowym odcinku krzywej w ślad za rynkiem niemieckim. Jednocześnie w piątek doszło do wyraźnego wzrostu spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. Miał on jednak w znacznym stopniu charakter transakcyjny i wynikał z pojawienia się znacznej podaży obligacji ze strony jednego uczestnika rynku.

Wyniki exit poll wskazujące na zwycięstwo PiS w wyborach samorządowych są naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu uwaga inwestorów skupiona będzie na zaplanowanej na środę publikacji wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. W przypadku realizacji naszych zbliżonych do konsensusu rynkowego prognoz dane nie będą miały jednak istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą naszym zdaniem także publikacja indeksu Ifo dla Niemiec oraz liczne dane z USA (wstępny szacunek PKB, sprzedaż nowych domów, wstępne zamówienia na dobra trwałe, finalny indeks Uniwersytetu Michigan). W naszej ocenie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC nie będzie miało istotnego wpływu na stawki IRS.

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	4,28
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	3,69
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	3,73
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	1,9	
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	0,8	
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	2,8	
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	2,9	
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	5,6	
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	6,7	
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	3,2	
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)	21	-13	95	-1354	2289	-792	-914	291	495	-200	-750	-549		
Eksport (r/r, % EUR)	12,9	17,8	17,7	4,8	15,5	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	9,2	7,4		
Import (r/r, % EUR)	10,6	16,9	17,8	13,2	19,0	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,3	11,2		

* 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	2,0	1,8	2,4	2,4	2,2	2,0	2,0	1,8	2,2	
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**
Poniedziałek 22.10.2018r.						
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	7,5	7,5	7,5
Wtorek 23.10.2018r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	5,8	5,8	5,8
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-2,9		-3,1
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	29,0		
Środa 24.10.2018r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	53,7	53,5	53,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	54,7	54,2	54,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	53,2	53,0	53,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	54,1	53,8	53,9
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	3,5		3,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	55,6		55,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	629	632	620
Czwartek 25.10.2018r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	103,7	103,3	103,1
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	0,00	0,00	0,00
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Październik			
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	4,4	-1,6	-0,9
Piątek 26.10.2018r.						
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	4,2	3,3	3,3
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	99,0	98,5	99,0

* 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