

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych listopadowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w listopadzie do 52,7 pkt. wobec 53,1 pkt. w październiku. Uważamy, że na spadek wskaźnika złożyły się pogorszenie koniunktury we Francji oraz jej poprawa w Niemczech. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne dla oceny trwałości obserwowanego od początku br. spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty, a także wpływu spowolnienia wzrostu w światowym handlu i działań protekcyjnych podejmowanych przez administrację D. Trumpa na nastroje eksporterów. Nasze prognozy są zbliżone do konsensusu. Tym samym ich realizacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i ceny polskich obligacji.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną październikowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 3,2% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się w październiku do 6,5% r/r wobec 6,7% we wrześniu ze względu na efekt wysokiej bazy sprzed roku. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **We wtorek poznamy dane o październikowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 6,6% r/r wobec 2,8% we wrześniu. W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. W naszej ocenie dane dotyczące produkcji w przetwórstwie przemysłowym potwierdzą obserwowane w ostatnich miesiącach pogorszenie koniunktury w tym sektorze związane ze spowolnieniem w światowym handlu. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej jest zbliżona do konsensusu rynkowego (6,7%), tym samym jej realizacja będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła w październiku do 7,5% r/r wobec 5,6% we wrześniu.** W kierunku jej zwiększenia oddziaływały korzystna różnica w liczbie dni roboczych, efekt niskiej bazy sprzed roku w kategorii „odzież i obuwie”, a także wypłaty w ramach programu "Dobry Start" (300 zł na dziecko). Uważamy, że dane będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Opublikowane zostaną m.in. wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które naszym zdaniem spadły w październiku o 3,0% m/m wobec wzrostu o 0,7% we wrześniu, z uwagi na niższe zamówienia na samoloty w firmie Boeing. W tym tygodniu poznamy także dane nt. liczby rozpoczętych budów (1223 tys. w październiku wobec 1201 tys. we wrześniu), nowych pozwoleń na budowę (1265 tys. wobec 1270 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,18 mln wobec 5,15 mln), które wskażą na stabilizację aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Opublikowane zostaną również wyniki badań koniunktury w USA. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (98,2 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 ubiegłym tygodniu Gazeta Wyborcza opublikowała artykuł, w którym przedstawiła opis rozmowy nagranej w marcu br. pomiędzy przewodniczącym KNF M. Chrzanowskim a prezesem Getin Banku L. Czarneckim.** Sprawę opisał też dziennik Financial Times. W reakcji na

doniesienia medialne M. Chrzanowski podał się do dymisji. Do czasu powołania nowego przewodniczącego jego obowiązki pełni M. Pachucki, dotychczasowy zastępca M. Chrzanowskiego. W pierwszej połowie tygodnia kryzys wokół KNF nie miał istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji. W piątek odnotowano jednak wyraźne osłabienie złotego, które można wiązać z doniesieniami medialnymi sugerującymi, że prezes NBP A. Glapiński miałby się podać do dymisji w związku z kryzysem wokół KNF. W piątek rano A. Glapiński zdementował te doniesienia, co przyczyniło się do lekkiego umocnienia kursu złotego.

✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem tempo wzrostu polskiego PKB w III kw. nie zmieniło się w porównaniu do II kw. i wyniosło 5,1% r/r, tym samym kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (4,7%).** Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się do 1,7% w III kw. wobec 1,1% w II kw., kształtując się na najwyższym poziomie od IV kw. 2016 r. Naszym zdaniem na stabilizację rocznej dynamiki PKB w III kw. złożyły się wyższe wkłady inwestycji i zapasów oraz niższe wkłady konsumpcji i eksportu netto. Jednocześnie uważamy, że konsumpcja pozostała głównym źródłem wzrostu (por. MAKROpuls z 14.11.2018). Pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec miesiąca. Mimo lepszych od oczekiwań danych o PKB w III kw. podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą tempo wzrostu gospodarczego w 2018 r. wyniesie 4,8% r/r wobec 4,6% w 2017 r., a w 2019 r. zmniejszy się ono do 3,5%. Naszym zdaniem silniejszy od oczekiwań wzrost PKB w III kw. zostanie w IV kw. skompensowany przez negatywny efekt dodatkowego dnia wolnego od pracy (12 listopada). Dynamika PKB w IV kw. może być niższa od naszej prognozy (4,5% r/r) również ze względu na silniejsze niż wcześniej zakładaliśmy spowolnienie aktywności gospodarczej sygnalizowane przez ostatnie wyniki badań koniunktury (PMI).

✔ **Inflacja w Polsce obniżyła się w październiku do 1,8% r/r wobec 1,9% we wrześniu, co było zgodne z naszą prognozą.** Zmniejszenie inflacji wynikało z niższego tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii. W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływała natomiast wyższa dynamika cen paliw, a także wzrost inflacji bazowej, która wyniosła 0,9% r/r w październiku wobec 0,8% we wrześniu. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego, łagodnego wzrostu inflacji bazowej. Będzie on związany z umiarkowaną presją kosztową będącą skutkiem rosnących kosztów pracy oraz energii (por. MAKROpuls z 14.11.2018). Ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą w IV kw. br. inflacja obniży się do 1,8% r/r wobec 2,0% w III kw., co związane będzie ze zmniejszeniem dynamiki cen żywności, paliw i nośników energii. Przeciwny efekt będzie miał prognozowany przez nas wzrost inflacji bazowej. Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest obserwowany w ostatnich tygodniach spadek cen ropy naftowej.

✔ **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się we wrześniu do 547 mln EUR wobec 582 mln EUR w sierpniu.** Na zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących złożyły się wyższe salda dochodów wtórnych i usług (odpowiednio o 657 mln EUR i 111 mln EUR wyższe niż w sierpniu) oraz niższe salda dochodów pierwotnych i obrotów towarowych (odpowiednio o 660 mln EUR i 73 mln EUR niższe niż w sierpniu). Dynamika eksportu zmniejszyła się we wrześniu do 0,3% r/r wobec 7,2% w sierpniu, a dynamika importu spadła do 5,4% wobec 11,3%. W kierunku obniżenia dynamik eksportu oraz importu oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Na szczególną uwagę zasługuje obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost różnicy pomiędzy 3-miesięczną średnią ruchomą dla dynamiki importu i 3-miesięczną średnią ruchomą dla dynamiki eksportu, co jest w naszej ocenie związane z ożywieniem inwestycji (por. MAKROmapa z 10.09.2018). Na podstawie ubiegłotygodniowych danych szacujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszyła się w III kw. do -0,4% wobec 0,0% w II kw.

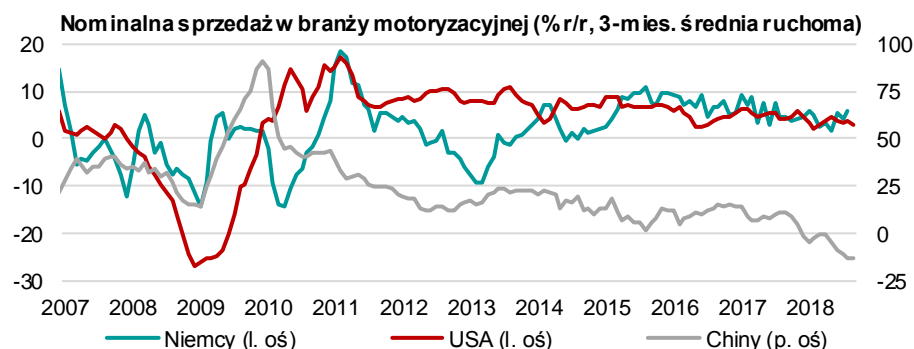
✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Inflacja CPI w USA zwiększyła się w październiku do 0,3% m/m wobec 0,1% we wrześniu (2,5% r/r w październiku wobec 2,3% we wrześniu), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W kierunku jej wzrostu oddziaływała wyższa

dynamika cen energii oraz inflacji bazowej, która wyniosła w październiku 0,2% m/m wobec 0,1% we wrześniu (2,1% r/r w październiku wobec 2,2% we wrześniu). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. dynamiki nominalnej sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w październiku do 0,8% m/m wobec -0,1% we wrześniu, co było powyżej oczekiwań rynku (0,5%). Po wyłączeniu samochodów dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 0,7% wobec -0,1%. W kierunku jej zwiększenia oddziaływało wyższe tempo wzrostu sprzedaży w większości jej działów. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej, która zmniejszyła się w październiku do 0,1% wobec 0,2% we wrześniu, co było poniżej oczekiwań rynku (0,2%). W kierunku jej obniżenia oddziaływało niższe tempo wzrostu produkcji w dostarczaniu mediów oraz w górnictwie. Nieznacznie zmniejszyło się także wykorzystanie mocy wytwórczych, które w październiku wyniosło 78,4% wobec 78,5% we wrześniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również regionalne wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Na poprawę sytuacji w tym sektorze w stanie Nowy Jork wskazał indeks NY Empire State, który zwiększył się w listopadzie do 23,3 pkt. wobec 21,1 pkt. w październiku. Pogorszenie koniunktury w przetwórstwie na północnym-wschodzie USA zasygnalizował natomiast indeks Philadelphia FED, który zmniejszył się w listopadzie do 12,9 pkt. wobec 22,2 pkt. w październiku. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w IV kw. do 2,8% wobec 3,5% w III kw., pozostając jednak powyżej potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego szacowanego przez FED na poziomie nieznacznie poniżej 2%.

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro w III kw. 2018 r. zmniejszyła się do 0,2% wobec 0,4% w IV kw. (1,7% r/r w III kw. wobec 2,2% w II kw.). W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała niższa dynamika PKB m.in. w Niemczech (-0,2% kw/kw w III kw. wobec 0,5% w II kw.), we Włoszech (0,0% wobec 0,2%) i w Holandii (0,2% wobec 0,7%). Przeciwny efekt miało wyższe tempo wzrostu PKB we Francji (0,4% wobec 0,2%). W Hiszpanii kwartalne tempo wzrostu gospodarczego w III kw. nie zmieniło się w porównaniu do II kw. i wyniosło 0,6%. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w strefie euro w 2018 r. zmniejszy się do 2,1% wobec 2,5% w 2017 r.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w listopadzie do -24,1 pkt. wobec -24,7 pkt. w październiku, co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (-25,0 pkt.).** Pomimo nieznacznego wzrostu indeksu pozostaje on nadal wyraźnie poniżej długoterminowej średniej (22,7 pkt.). Na uwagę zasługuje silny spadek wskaźnika dla oceny bieżącej sytuacji do najniższego poziomu od września 2016 r., co związane było z publikacją kolejnych słabszych od oczekiwań danych z niemieckiej gospodarki (o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i bilansie handlowym). Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo w Niemczech w IV kw. wzrośnie do 0,5% wobec -0,2% w II kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z chińskiej gospodarki.** Dane nt. produkcji przemysłowej (5,9% r/r w październiku wobec 5,8% we wrześniu), sprzedaży detalicznej (8,6% wobec 9,2%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (5,7% wobec 5,4%) na ogół wskazały na stabilizację tempa wzrostu aktywności gospodarczej w październiku w porównaniu do września. 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 (obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej – por. MAKROMAPA z 08.10.2018), a także

wyraźne osłabienie juana względem dolara (o ok. 8% 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 protekcyjnych w światowym handlu.

Kiedy skończy się dekonunktura w branży motoryzacyjnej ?



Źródło: Datastream, Credit Agricole

W ostatnich kwartałach można zaobserwować pogorszącą się sytuację na światowym rynku motoryzacyjnym. Takie tendencje obrazowane są m.in. przez spadkowy trend dla dynamiki nominalnej sprzedaży w branży motoryzacyjnej w Chinach, Niemczech i USA. Perspektywy sytuacji na rynku motoryzacyjnym, z racji dużego udziału w produkcji

w przemyśle ogółem, są istotne z punktu widzenia oceny przyszłego tempa wzrostu gospodarczego w tych krajach. Poniżej przedstawiamy główne przyczyny obserwowanego spowolnienia, oczekiwane przez nas trendy na tych rynkach oraz ich implikacje dla polskiej gospodarki.

O ile podobne tendencje spadkowe obserwowane są dla wszystkich trzech wymienionych powyżej rynków, to analiza ich przyczyn i perspektyw dla każdego z nich powinna zostać przeprowadzona osobno. Po wybuchu kryzysu finansowego, ze względu na znaczące pogorszenie się sytuacji gospodarczej, Amerykanie wstrzymywali się z zakupami nowych samochodów. W ostatnich latach, wraz z poprawą sytuacji na rynku pracy i nastrojów konsumenckich, Amerykanie stopniowo wymieniali stare samochody, co sprzyjało utrzymywaniu się relatywnie wysokiej dynamiki sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Obecnie mamy już do czynienia z nasyceniem rynku. Dodatkowo, zgodnie z wynikami badań satysfakcji konsumentów, Amerykanie są skłonni rzadziej niż w przeszłości dokonywać zmiany samochodu na nowy, ze względu na poprawiającą się ich jakość i niezawodność. Kolejnymi czynnikami ograniczającymi sprzedaż w branży motoryzacyjnej są stopniowe podwyżki stóp procentowych (zwiększające koszt kredytów na zakup samochodów) oraz ceny ropy naftowej (zwiększające koszt użytkowania samochodów), utrzymujące się w trendzie wzrostowym od początku 2016 r. Powyższe czynniki, w połączeniu z oczekiwanym przez nas spowolnieniem wzrostu gospodarczego w USA w 2019 r. (2,5 % r/r wobec 2,8% w 2018 r.), będą sprzyjały stagnacji sprzedaży w branży motoryzacyjnej w tym kraju. Obserwowany obecnie wyraźny spadek cen ropy na światowych rynkach będzie oddziaływał natomiast w przeciwnym kierunku. Czynnikiem ryzyka dla naszej oceny jest dalszy przebieg wojny handlowej na linii USA-Chiny. Jednym z jej skutków było wprowadzenie ceł na import stali i aluminium do USA, które mogą znacząco podnieść koszty produkcji samochodów. Eskalacja wojny handlowej przyczyniłaby się do pogorszenia perspektyw dla rynku motoryzacyjnego w USA.

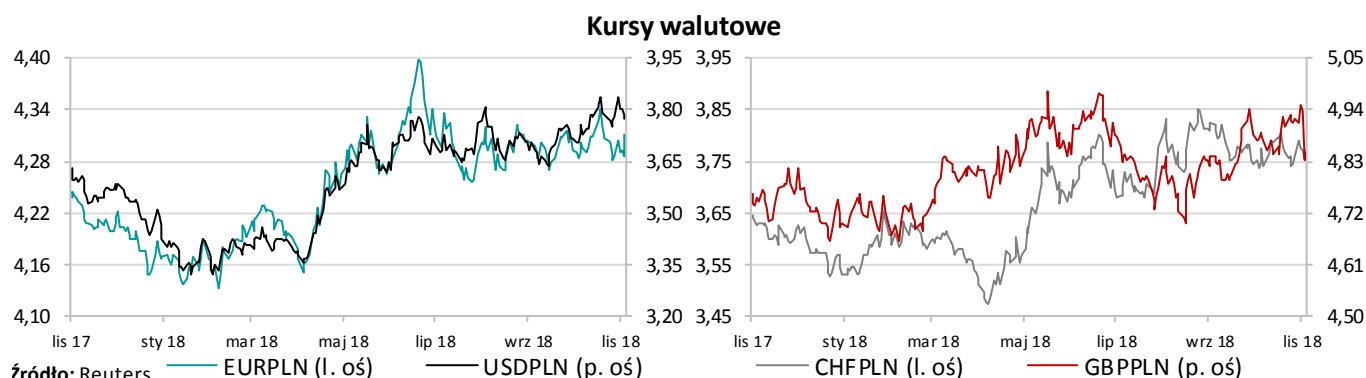
W przypadku Niemiec mamy do czynienia z podobną sytuacją – kilka lat temu klienci wymieniali swoje pojazdy na szeroką skalę, co oddziaływało w kierunku obniżenia tempa sprzedaży w ostatnich kwartałach. Dodatkowym impulsem przyczyniającym się do ograniczenia sprzedaży samochodów były próby obejścia limitów emisji spalin przez jeden z koncernów motoryzacyjnych (tzw. Dieselgate). Wykrycie tego procederu przyczyniło się do zmniejszenia zaufania publicznego do samochodów z silnikiem diesla – w tym segmencie odnotowano największy spadek sprzedaży. Ponadto coraz więcej miast w Niemczech decyduje się na wprowadzanie zakazu wjazdu samochodów z silnikiem diesla do

miast. Jednocześnie ze względu na niewystarczające moce produkcyjne koncernów motoryzacyjnych nie było możliwe zapewnienie wystarczającej liczby samochodów z innym rodzajem napędu, które byłyby substytutem dla aut z silnikiem diesla, co w efekcie doprowadziło do spowolnienia sprzedaży w branży motoryzacyjnej. W dłuższym horyzoncie coraz ostrzejsze normy dotyczące ochrony środowiska mogą pogłębiać zarysowany powyżej trend. We wrześniu wprowadzone zostały ogólnokrajowe nowe normy emisji spalin, które oddziałują w kierunku dalszego spowolnienia wzrostu sprzedaży (z analogiczną sytuacją mieliśmy do czynienia w Polsce, por. MAKROpuls z 19.10.2018). Koncerny motoryzacyjne raportują znaczące opóźnienia w certyfikowaniu aut. Ponadto, rząd przewiduje wprowadzenie regulacji mających na celu znaczące ograniczenie emisji dwutlenku węgla, ze stopniowo zaostrzającymi się limitami w 2020, 2025 i 2030 r. W kolejnych kwartałach nie oczekujemy załamania sprzedaży samochodów ogółem w Niemczech, a raczej zmiany jej struktury: samochody z silnikiem diesla będą stopniowo wypierane przez bardziej ekologiczne substytuty (np. auta elektryczne czy hybrydowe), a w rezultacie utrzymane zostanie niskie tempo wzrostu sprzedaży w branży motoryzacyjnej w Niemczech. W kontekście koniunktury w branży motoryzacyjnej w Niemczech istotna jest nie tylko sprzedaż na rynku krajowym, ale również spadek popytu z Chin, który przyczynia się do spowolnienia produkcji przemysłowej w tej branży. Przykładowo w przypadku BMW i Mercedesa sprzedaż do Chin odpowiadała generowała ok. 40% zysków w ub. r. W perspektywie kilku kwartałów oczekujemy ożywienia tego popytu (patrz poniżej).

W Chinach odnotowano natomiast nie tylko spowolnienie wzrostu sprzedaży w branży motoryzacyjnej, ale nawet jej znaczący i pogłębiający się spadek w ujęciu rocznym (15,2% we wrześniu br.). Za taki stan rzeczy odpowiada wiele nakładających się na siebie czynników. Po pierwsze, z początkiem roku wstrzymane zostały ulgi podatkowe na zakup samochodów, które obowiązywały od 2015 r. Po drugie, w niektórych miastach władze regulują dostęp do zakupu samochodów – np. poprzez losowanie (Pekin) lub licytację praw do ich rejestracji (Szanghaj). W ostatnich kwartałach takie działania rządu w coraz większym stopniu ograniczały możliwość zakupu samochodów. Po trzecie, w Chinach obserwowany jest szybki wzrost cen nieruchomości (ok. 8% r/r) Oznacza to, że gospodarstwa domowe muszą przeznaczać większą część swoich oszczędności na zakup mieszkania kosztem zakupów samochodów. Po czwarte, w ostatnich miesiącach zmniejszył się dostęp gospodarstw domowych do kredytu. Po piąte, obawy gospodarstw domowych o perspektywę wzrostu gospodarczego, związane przede wszystkim z wojną handlową na linii USA-Chiny, stanowiły argument za wstrzymywaniem się z poważnymi zakupami. Oczekujemy, że w przyszłym roku ze względu na efekty niskiej bazy odnotujemy ponowny wzrost dynamiki sprzedaży w branży motoryzacyjnej w Chinach. Wzrost sprzedaży będzie również wspierany przez działania planowane przez chiński rząd i Ludowy Bank Chin mające na celu pobudzenie popytu wewnętrznego (m.in. podwyższenie kwoty wolnej od podatku dochodowego, zwiększenie akcji kredytowej, obniżenie ceł na import samochodów spoza USA).

Ożywienie popytu w Chinach przyczyni się naszym zdaniem do przyspieszenia produkcji przemysłowej i eksportu w branży motoryzacyjnej w Niemczech. Jest to szczególnie istotne z punktu widzenia polskiego sektora motoryzacyjnego, który jest dostawcą części i komponentów dla niemieckich koncernów. Dynamiki eksportu samochodów i części w Niemczech i Polsce charakteryzuje wysoka korelacja (bliska 90%). Oznacza to, że oczekiwana przez nas poprawa koniunktury w Niemczech będzie stanowiła wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego stabilizację dynamiki polskiego eksportu ogółem na poziomie 4,7% r/r w latach 2018-2019 pomimo nasilających się tendencji protekcyjnych w światowym handlu.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro kluczowe dla złotego



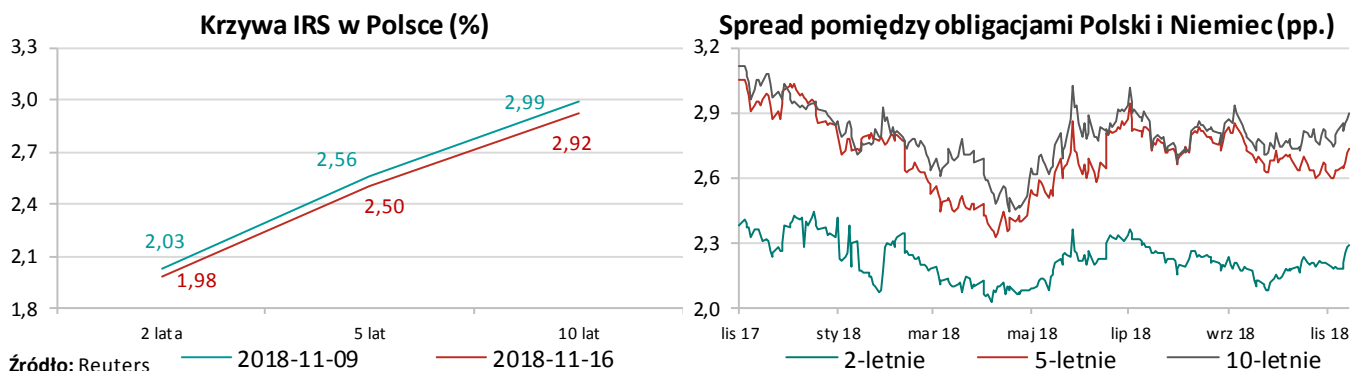
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3106 (osłabienie złotego o 0,6%). Mimo bogatego kalendarza danych makroekonomicznych (m.in. o PKB w Polsce i pozostałych krajach UE), a także kryzysu wokół KNF (patrz powyżej) kurs EURPLN był relatywnie stabilny i od wtorku do czwartku kształtował się w przedziale 4,28-4,30. W piątek doszło do osłabienia złotego, które można wiązać doniesieniami medialnymi sugerującymi, że prezes A. Glapiński zamierza się podać do dymisji. A. Glapiński zdementował te pogłoski, co przyczyniło się do lekkiego umocnienia złotego.

W ubiegłym tygodniu w centrum uwagi inwestorów był kurs euro względem funta. W czwartek doszło do jego wyraźnego umocnienia po tym jak dwóch ministrów z rządu T. May, w tym minister ds. Brexitu podało się do dymisji. Zrobili to w akcie sprzeciwu wobec zaakceptowanego przez gabinet T. May projektu porozumienia wynegocjowanego pomiędzy UE a Wielką Brytania ws. *Brexitu*. Wskazuje to na wysokie prawdopodobieństwo, że nie uda się znaleźć poparcia dla porozumienia w parlamencie, co może zakończyć się upadkiem rządu T. May i znaczącym osłabieniem funta. Tym samym napływające w kolejnych dniach ewentualne informacje wskazujące na brak parlamentarnej większości gotowej poprzeć Brexit w wariacie przedstawionym przez T. May będą oddziaływały w kierunku wzrostu kursu EURGBP, a w konsekwencji spadku kursu GBPPLN.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą zaplanowane na piątek publikacje wstępnych indeksów PMI dla strefy euro. W przypadku realizacji naszych zbliżonych do konsensusu rynkowego prognoz dane nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Ograniczony wpływ na kursu polskiej waluty będą miały również publikacje licznych krajowych danych (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), a także dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę i sprzedaż domów na rynku wtórnym).



Wstępne indeksy PMI dla strefy euro w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,98 (spadek o 5pb), 5-letnie do poziomu do 2,50 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 2,92 (spadek o 7pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim. Obniżeniu rentowności niemieckich obligacji sprzyjała podwyższona awersja do ryzyka związana w znacznym stopniu ze wzrostem niepewności wokół Brexitu. W czwartek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2019 r. za 8,1 mld zł i sprzedało obligacje o 3-, 6- i 10-letnich terminach zapadalności za 8,2 mld zł przy popycie równym 9,4 mld zł. Aukcja nie miała istotnego wpływu na stawki IRS. W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu spreadu pomiędzy rentownościami polskich i niemieckich obligacji, co w znacznym stopniu było efektem zmian w portfelach obligacji dokonanych przez krajowe banki.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą przewidziane na piątek publikacje wstępnych indeksów PMI dla strefy euro. Uważamy jednak, że nie będą miały one istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą najprawdopodobniej również dane z Polski (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) oraz z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę i sprzedaż domów na rynku wtórnym).

Prognozy miesięcznych 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	4,5	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	5,8	5,7	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	1,7	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 na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lis 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*	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,32
Kurs USDPLN*	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,72
Kurs CHFPLN*	3,65	3,59	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,74
Inflacja CPI (r/r, %)	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,8	6,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	2,9	2,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	7,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	6,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,6	6,5	6,6	6,8	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,6	
Saldo ROB (mIn EUR)	-13	95	-1354	2289	-792	-914	291	495	-200	-750	-582	-547		
Eksport (r/r, % EUR)	17,8	17,7	4,8	15,5	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	9,2	7,2	0,3		
Import (r/r, % EUR)	16,9	17,8	13,2	19,0	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,3	11,3	5,4		

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 19.11.2018r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	3,2	3,2	3,2
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	6,7	6,5	6,7
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	23,9		
Wtorek 20.11.2018r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	2,8	6,6	6,7
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	2,9	2,7	3,0
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1201	1223	1225
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1270	1265	1260
Środa 21.11.2018r.						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	0,7	-3,0	-2,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	5,15	5,18	5,21
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	98,3	98,2	98,3
Czwartek 22.11.2018r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	5,6	7,5	8,1
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Listopad			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	216		215
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-2,7		-3,0
Piątek 23.11.2018r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	-0,2	-0,2	-0,2
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	52,2	52,5	52,2
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	53,7	53,2	53,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	52,0	51,8	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	53,1	52,7	53,0
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	7,9	8,3	8,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	55,7		55,7

* 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