

W tym tygodniu

- **Wczoraj odbył się szczyt Rady Europejskiej, na którym został przyjęty traktat dotyczący warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (*Brexit*).** *Brexit* ma nastąpić 29 marca 2019 r., a po nim planowany jest okres przejściowy do końca 2020 r., który może zostać jednorazowo wydłużony. Traktat dotyczący *Brexitu* pomiędzy UE i Wielką Brytanią nie precyzuje horyzontu ewentualnego wydłużenia okresu przejściowego. Kompromis został przez obie strony określony jako najlepsze dostępne rozwiązanie, bez możliwości dalszych negocjacji. Taki rezultat będzie oddziaływał w krótkim okresie w kierunku umocnienia funta brytyjskiego względem euro, choć materializacja takiego scenariusza została już częściowo zdyskontowana przez rynki finansowe. Premier Wielkiej Brytanii, T. May musi obecnie uzyskać poparcie brytyjskiego parlamentu dla tego traktatu. Będzie to trudne zadanie ze względu na otwarty sprzeciw niektórych parlamentarzystów wobec dotychczasowych rezultatów negocjacji w sprawie *Brexitu*. Brak poparcia parlamentu dla traktatu uzgodnionego w niedzielę może doprowadzić do upadku rządu T. May, co zwiększałoby znacząco ryzyko niekontrolowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (*hard Brexit*), połączonego z powstaniem istotnych barier dla wymiany handlowej pomiędzy UE i Wielką Brytanią (por. MAKROmapa z 22.05.2017). Materializacja takiego scenariusza oddziaływałaby w kierunku silnego osłabienia kursu funta względem euro.
- **W tym tygodniu oprócz publikacji makroekonomicznych zaplanowanych jest wiele wystąpień przedstawicieli najważniejszych banków centralnych (w tym M. Dragiego - prezesa EBC, J. Powella - prezesa FED oraz T. Jordana – prezesa SNB) oraz szczyt przywódców państw G20.** W kontekście szczytu G20 najważniejszą kwestią będą dalsze negocjacje dotyczące linii USA-Chiny. Uważamy, że osiągnięcie porozumienia prowadzącego do złagodzenia działań protekcyjnych w handlu zagranicznym jest mało prawdopodobne. Wydarzenia te mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych w tym tygodniu.
- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja finalnego szacunku polskiego PKB w III kw. br. wraz z jego strukturą.** Dostrzegamy nieznaczące ryzyko, że finalna dynamika zostanie zrewidowana w dół w porównaniu do wstępnego szacunku (5,1% r/r w II i III kw.). Naszym zdaniem na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego 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. Publikacja finalnych danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków finansowych.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótko- i średniookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA, przede wszystkim w kontekście efektów działań protekcyjnych administracji D. Trumpa. Szczególnie istotne będą opinie członków FOMC dotyczące preferowanej przez nich skali zacieśnienia polityki pieniężnej w 2019 r. Uważamy, że opis dyskusji po posiedzeniu nie dostarczy nowych informacji, które zmieniłyby nasz scenariusz zakładający jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych br. i cztery kolejne w 2019 r., jednak publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W środę zostanie opublikowany drugi szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego obniży się do 3,4% wobec 3,5% we wstępnym szacunku, ze względu na niższy wkład konsumpcji. Wyższa kontrybucja inwestycji oddziaływała w przeciwnym kierunku. W tym tygodniu opublikowane zostaną także dane nt. sprzedaży nowych domów (561 tys. w październiku wobec 553 tys. we wrześniu), 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 indeks zaufania konsumentów – Conference Board, podobnie jak indeks Uniwersytetu Michigan (patrz poniżej), wskaże na nieznaczące pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w listopadzie i

wyniesie 136,9, pkt. wobec 137,9 pkt. w październiku. Uważamy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla złotego i cen polskich obligacji.

- ✓ **W piątek poznamy listopadowy indeks PMI dla Chin wg CFLP.** Oczekujemy, że obniżył się on do 50,0 pkt. wobec 50,2 pkt. w październiku. Będzie to związane w znacznym stopniu z negatywnym wpływem wojny handlowej na linii USA-Chiny na chiński eksport. Uważamy, że planowane przez chiński rząd działania na rzecz pobudzenia popytu wewnętrznego (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) znajdują odzwierciedlenie w wynikach badań koniunktury najprawdopodobniej dopiero w II kw. 2019 r.. Uważamy, że wyniki badań koniunktury w Chinach będą neutralne dla kursu złotego.
- ✓ **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen obniżyło się do 1,8% w listopadzie z 2,2% w październiku ze względu na niższą dynamikę cen paliw oraz spadek inflacji bazowej. Wcześniej szacunkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy przewidziana na czwartek publikacja wstępnych danych o inflacji w Niemczech. W tym przypadku również oczekujemy obniżenia tempa wzrostu cen (1,9% r/r w listopadzie wobec 2,4% w październiku). Nasza prognoza inflacji w strefie euro jest znacząco niższa od konsensusu rynkowego (2,1%), a tym samym jej materializacja może być lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- ✓ **W piątek poznamy wstępne dane o listopadowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się do 1,5% wobec 1,8% w październiku.** W kierunku spadku inflacji oddziaływały niższe dynamiki cen żywności, paliw i nośników energii. Z kolei inflacja bazowa ustabilizowała się naszym zdaniem na poziomie 0,9% r/r. Nasza prognoza kształtuje się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (1,7%) i jej realizacja będzie negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji. Jej materializacja będzie również stanowiła ryzyko w dół dla naszej prognozy inflacji w IV kw. br. (1,8% r/r).
- ✓ **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 101,8 pkt. w listopadzie z 102,8 pkt. w październiku. Pogorszenie koniunktury będzie spójne z odnotowanym w ubiegłym tygodniu spadkiem listopadowego zagregowanego indeksu PMI dla Niemiec (patrz poniżej). Publikacja wskaźnika będzie najprawdopodobniej neutralna dla rynków.

W zeszłym tygodniu

- ✓ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w listopadzie do 52,4 pkt. wobec 53,1 pkt. w październiku, co było poniżej oczekiwań rynku (53,0 pkt.) i naszej prognozy (52,7 pkt.).** Obniżenie zagregowanego indeksu PMI wynikało z niższych wartości jego składowych dla bieżącej produkcji w przetwórstwie oraz dla aktywności biznesowej w usługach. W ujęciu geograficznym zmniejszenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej odnotowano zarówno w Niemczech, jak i we Francji. We Francji na pogorszenie nastrojów złożyły się obniżenie składowej dla aktywności biznesowej w usługach oraz wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, podczas gdy w Niemczech spadek miał miejsce w przypadku obydwu składowych. Pogorszenie koniunktury odnotowano również w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W strukturze danych dla całej strefy euro i Niemiec na uwagę zasługuje przyspieszenie spadku zaległości produkcyjnych w przetwórstwie. Wskazuje to, że firmy w warunkach coraz mniejszej liczby nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych (zarówno w całej strefie euro jak i w Niemczech), nadrabiają nagromadzone w poprzednich miesiącach zaległości produkcyjne. Sprzyja to utrzymaniu się składowej dla bieżącej produkcji nieznacznie powyżej

poziomu 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Ankietowane firmy spadek zamówień łączą ze spowolnieniem światowego popytu, rosnącą niepewnością związaną z perspektywami politycznymi i gospodarczymi, wojnami handlowymi i dekonjunkcją w branży motoryzacyjnej. Można oczekiwać, że wraz z wyczerpywaniem się bufora w postaci niezrealizowanych zamówień, przy kontynuacji spadku nowych zamówień, bieżąca produkcja w Niemczech jak i w całej strefie euro również zacznie się obniżać, co będzie oddziaływać w kierunku pogorszenia koniunktury w polskim przetwórstwie. W okresie od października do listopada zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się do 52,7 pkt. wobec 54,3 pkt. w III kw., co sygnalizuje wysokie prawdopodobieństwo spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro w IV kw. br.

- ✔ **Kwartalna dynamika niemieckiego PKB obniżyła się w III kw. do -0,2% wobec 0,5% w II kw. (1,1% r/r w III kw. wobec 2,3% w II kw.), co było zgodne ze wstępnym szacunkiem.** Spadek dynamiki PKB wynikał z niższych wkładów eksportu netto (-1,0 pp. w III kw. wobec -0,2 pp. w II kw.) oraz konsumpcji (-0,1 pp. wobec 0,3 pp.), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe wkłady zapasów (0,7 pp. wobec 0,2 pp.) oraz inwestycji (0,2 pp. wobec 0,1 pp.). Ubiegłotygodniowe dane stanowią istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2018 r. niemiecki PKB zwiększy się o 1,9% wobec wzrostu o 2,5% w 2017 r.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w październiku o 4,4% m/m wobec spadku o 0,1% we wrześniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-2,5%). Zmniejszenie ich miesięcznej dynamiki wynikało w znacznym stopniu z niższego tempa wzrostu zamówień na samoloty cywilne i ich części. Bez uwzględnienia środków transportu zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się o 0,1% m/m wobec spadku o 0,6% we wrześniu. Na uwagę zasługuje wzrost rocznej dynamiki zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (3,4% w październiku wobec 1,5% we wrześniu), będących wskaźnikiem wyprzedzającym dla przyszłych inwestycji. Dane o pozwoleniach na budowę (1263 tys. w październiku wobec 1270 tys. we wrześniu), rozpoczętych budowach domów (1228 tys. wobec 1210 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,22 mln wobec 5,15 mln) wskazały na ogół na nieznaczny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w listopadzie do 97,5 pkt. wobec 98,6 pkt. w październiku oraz 98,3 pkt. we wstępnym szacunku. Nieznaczne pogorszenie koniunktury konsumenckiej wynikało ze spadku składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w IV kw. do 2,8% wobec 3,4% w III kw., pozostając jednak powyżej potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego szacowanego przez FED na poziomie nieznacznie poniżej 2%.
- ✔ **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w październiku do 7,4% r/r wobec 2,8% we wrześniu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy wrześniem a październikiem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Struktura październikowej produkcji wskazuje na wysokie tempo wzrostu produkcji w działach o dużym udziale eksportu w sprzedaży, mimo obserwowanego od początku br. pogorszenia koniunktury w przetwórstwie przemysłowym w strefie euro związanego ze spowolnieniem w światowym handlu oraz dekonjunkcją w branży motoryzacyjnej. W naszej ocenie jest to związane z realizacją przez polskie firmy nagromadzonych w ostatnich kwartałach zaległości produkcyjnych (por. MAKROpuls z 20.11.2018). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w październiku do 22,4% r/r wobec 16,4% we wrześniu. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej w znacznym stopniu wynikał z oddziaływania korzystnych efektów kalendarzowych. W danych na uwagę zasługuje wyraźny wzrost dynamiki produkcji w dziale "wnoszenie budynków", co w połączeniu z dynamiką rozpoczętych budów sygnalizuje utrzymującą się wysoką aktywność w budownictwie mieszkaniowym. Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej nie zmieniają naszej oceny, zgodnie z którą IV kw. br. dojdzie do spowolnienia wzrostu PKB, do

czego dodatkowo przyczyni się negatywny efekt dodatkowego dnia wolnego od pracy (12 listopada).

- **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce wzrosła w październiku o 9,7% r/r wobec wzrostu o 5,6% we wrześniu, co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (8,1%).** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych zwiększyła się w październiku do 7,8% r/r wobec 3,6% we wrześniu. Źródłem pozytywnego zaskoczenia było znaczące przyspieszenie wzrostu sprzedaży w kategorii "pojazdy, samochodowe, motocykle i części" (por. MAKROpuls z 22.11.2018). W pozostałych kategoriach również odnotowano wyższą dynamikę sprzedaży. Ożywienie wzrostu sprzedaży było wspierane przez korzystne efekty kalendarzowe, dobrą sytuację na rynku pracy, optymistyczne nastroje konsumenckie, wypłaty w ramach programu "Dobry Start" (300 zł na dziecko) oraz mniejszą niż we wrześniu liczbę niedziel z zakazem handlu. Dynamika realnej sprzedaży detalicznej w październiku ukształtowała się powyżej swojej przeciętnej wartości w III kw. (5,8% r/r). Tym samym ubiegłotygodniowe dane stanowią nieznaczące ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki konsumpcji w IV kw. (4,7% r/r wobec 4,8% w III kw.).
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w październiku do 7,6% r/r z 6,7% we wrześniu.** W naszej ocenie głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw w październiku były przesunięcia wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych branżach. Roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się i wyniosła 3,2%. Czynnikiem ograniczającym wzrost zatrudnienia w październiku były, podobnie jak w poprzednich miesiącach, coraz silniej oddziałująca bariera w postaci braku wykwalifikowanych pracowników oraz procesy restrukturyzacyjne w niektórych branżach. Szacujemy, że realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zwiększyła się we wrześniu do 9,0% r/r wobec 8,1% we wrześniu i 8,4% w III kw. 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 będą wprowadzenie Pracowniczych Programów Kapitałowych oraz niepewność dotycząca losów ustawy znoszącej ograniczenie dla rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenie emerytalne i rentowe (por. MAKROpuls z 19.11.2018).

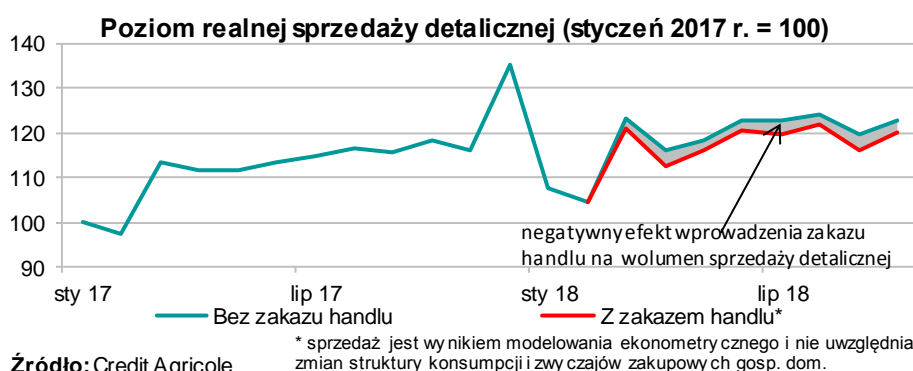
Niehandlowe niedziele obniżyły sprzedaż detaliczną

Analiza wpływu zakazu handlu w niedziele (poza pierwszą i ostatnią w miesiącu) na sprzedaż detaliczną jest istotna z punktu widzenia oceny krótkookresowych perspektyw konsumpcji gospodarstw domowych w Polsce. Jednakże ze względu na stosunkowo krótki okres obowiązywania regulacji (od marca br.) i mnogość czynników wpływających na tempo wzrostu sprzedaży detalicznej, precyzyjny wpływ zakazu handlu był dotychczas bardzo trudny do oszacowania. Obecnie dysponujemy już danymi o sprzedaży za osiem miesięcy po wprowadzeniu zakazu, co pozwala na przeprowadzenie ekonometrycznej analizy zmian legislacyjnych na dynamikę sprzedaży detalicznej.

W naszym modelu realna dynamika sprzedaży detalicznej została wyjaśniona przez realną dynamikę funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (reprezentującą siłę nabywczą konsumentów), efekty kalendarzowe (dni robocze, liczba sobót, święta Wielkiejnocy) oraz liczbę niedziel w miesiącu wolnych od handlu. Ostatni kanał oddziaływania został przeniealizowany w dwóch wariantach. W pierwszym, skorzystaliśmy z dwóch zmiennych: liczby niedziel wolnych od handlu ze względu na dni ustawowo wolne od pracy i liczby niedziel z zakazem handlu. Pierwsza zmienna okazała się statystycznie nieistotna, co oznacza, że historycznie dni wolne wypadające w niedziele nie wpływały na dynamikę sprzedaży. Z kolei parametr przy zmiennej dotyczącej zakazu handlu przyjął wartość -1,3. W drugim wariantcie modelu uchwyciliśmy ten wpływ tylko jedną zmienną – liczbą niehandlowych niedziel (niezależnie od przyczyny).

Parametr stojący przy tej zmiennej wyniósł -0.8. Na podstawie wyników obu modeli można przyjąć, że każda niedziela z zakazem handlu obniża dynamikę realnej sprzedaży o ok. 1 pkt. proc. Co ciekawe wynik ten jest zgodny z naszymi ostrożnymi szacunkami opartymi na analizie sezonowych zmian sprzedaży detalicznej przedstawionymi po publikacji kwietniowych danych (por. MAKROpuls z 23.05.2018).

Podobne modele oszacowaliśmy dla poszczególnych kategorii sprzedaży detalicznej. Największy – ponad dwukrotnie wyższy niż w przypadku agregatu – negatywny wpływ zakazu handlu odnotowaliśmy w przypadku sprzedaży sprzętu RTV, AGD i mebli oraz samochodów. Jednakże w przypadku analizy poszczególnych kategorii dopasowanie modelu do danych jest słabsze, co oznacza, że do powyższych oszacowań należy podchodzić ostrożnie.



Źródło: Credit Agricole

w październiku poziom sprzedaży detalicznej w cenach stałych był niższy o 1,9% niż w scenariuszu alternatywnym bez wprowadzenia zakazu handlu w niektóre niedziele. Trzymając się ściśle wyników estymacji można przyjąć, że negatywny wpływ zakazu na dynamikę sprzedaży detalicznej wygaśnie w marcu 2019 r.

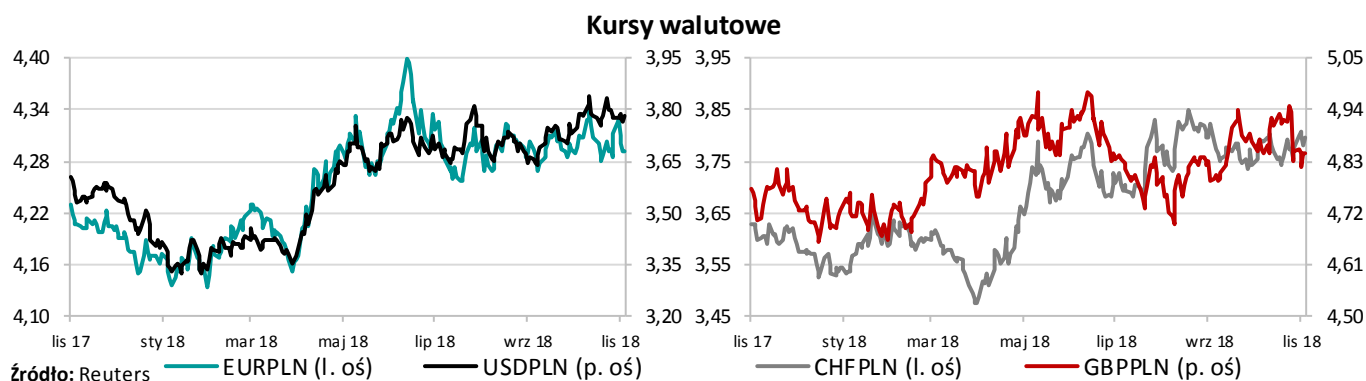
Należy jednak pamiętać, że dane GUS o sprzedaży detalicznej obejmują tylko sklepy zatrudniające powyżej 9 osób. Oznacza to, że powyższe wyniki mogą przeszacowywać negatywny wpływ handlu na aktywność zakupową i konsumpcję gospodarstw domowych. Niektórzy klienci ze względu na wprowadzenie zakazu handlu realizowali swoje zakupy w sklepach internetowych zamiast stacjonarnych (np. sprzęt RTV, AGD). Takie transakcje często nie są uwzględnione w danych GUS ze względu na kryterium liczby osób zatrudnionych. Ponadto, niedziele z zakazem handlu mogły prowadzić do zwiększonego popytu gospodarstw domowych na usługi (np. gastronomiczne) celem substytucji zakupów żywnościowych. Zarówno sprzedaż internetowa, jak i usługi gastronomiczne uwzględnione są w danych o konsumpcji gospodarstw domowych. Należy również zwrócić uwagę, że negatywny wpływ zakazu handlu na sprzedaż detaliczną był najprawdopodobniej silniejszy w pierwszych kilku miesiącach jego obowiązywania i z czasem stopniowo obniżał się. Gospodarstwa domowe potrzebowały czasu aby dostosować swoje zwyczaje zakupowe do nowych regulacji np. poprzez dokonywanie zakupów w inne dni. Ponadto mało prawdopodobne jest odkładanie „w nieskończoność” koniecznych zakupów.

Trzeba podkreślić, że wykres z wpływem zakazu handlu na sprzedaż detaliczną ma charakter poglądowy i jest bezpośrednim wynikiem przeprowadzonego modelowania ekonometrycznego. Do oszacowanego przez nas wpływu (jedna niedziela niehandlowa obniża dynamikę sprzedaży o 1 pkt. proc.) należy podchodzić z ostrożnością ze względu na czynniki zarysowane powyżej. Uważamy, że gospodarstwa domowe dostosowały swoje zwyczaje zakupowe i strukturę konsumpcji do obowiązujących regulacji dużo szybciej niż w ciągu jednego roku założonego w modelu. Oczekujemy, że dostosowanie to nastąpiło w ciągu kilku miesięcy. Dlatego uważamy, że zakaz

Biorąc pod uwagę, że od marca do października mieliśmy w każdym miesiącu dwie albo trzy niedziele z zakazem handlu to zgodnie z wynikami estymacji dynamika sprzedaży w tym okresie była średnio niższa o 2-3 pkt. proc. niż w scenariuszu, w którym wszystkie niedziele byłyby handlowe. W rezultacie,

handlu ograniczył tempo wzrostu konsumpcji głównie w II kw. br. i w mniejszym stopniu w I i III kw. Zakładamy, że w IV kw. br. wpływ tego czynnika nie był istotny.

Wstępne dane o inflacji w Polsce mogą osłabić złotego

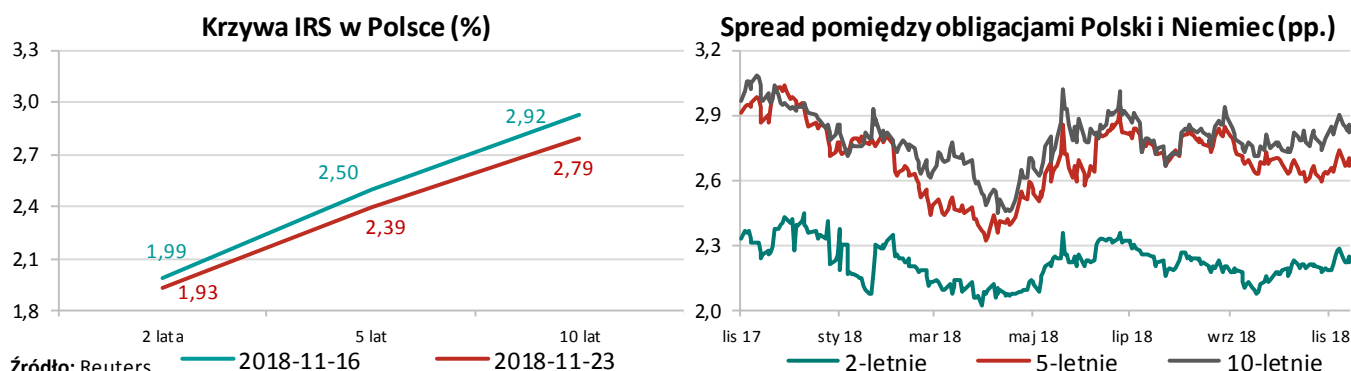


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2912 (umocnienie złotego o 0,5%). W poniedziałek kurs EURPLN kontynuował swój wzrost sprzed dwóch tygodni, co w znacznym stopniu wynikało z utrzymującej się niepewności na krajowym rynku związanej z kryzysem wokół KNF (por. MAKROmapa z 19.11.2018). We wtorek doszło do odwrócenia trendu i do końca tygodnia kurs EURPLN kształtował się w trendzie spadkowym. Sprzyjały temu zwiększony popyt na złotego ze względu na jego atrakcyjne dla inwestorów poziomy, spadek awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX, a także publikacje słabszych od oczekiwań danych nt. koniunktury w strefie euro. Krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

Ze względu na opublikowane w ubiegłym tygodniu słabsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury w obszarze wspólnej waluty euro traciło na wartości względem dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego. Tym samym mimo ubiegłotygodniowego spadku kursu EURPLN złoty osłabił się względem dolara amerykańskiego (o 0,5%) oraz franka szwajcarskiego (o 0,6%). Złoty umocnił się natomiast względem funta brytyjskiego (0,1%), którego kurs pozostaje pod wpływem wysokiej niepewności wokół *Brexitu*.

Wczoraj odbył się szczyt Rady Europejskiej, na którym został przyjęty traktat dotyczący warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (*Brexit*). Taki rezultat będzie oddziaływał w krótkim okresie w kierunku umocnienia funta brytyjskiego względem euro, chociaż materializacja takiego scenariusza została już częściowo zdyskontowana przez rynki finansowe. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą wstępne dane o inflacji w Polsce, które w naszej ocenie mogą przyczynić się do jego deprecjacji. Przeciwny wpływ mogą mieć natomiast wstępne dane o inflacji w strefie euro. Podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty mogą sprzyjać publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC, liczne zaplanowane na ten tydzień wystąpienia przedstawicieli najważniejszych banków centralnych (w tym M. Dragiego - prezesa EBC, J. Powella - prezesa FED oraz T. Jordana – prezesa SNB), a także szczyt przywódców państw G20. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z USA (drugi szacunek PKB, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board), Niemiec (indeks Ifo) oraz z Chin (indeks CFLP PMI) będą najprawdopodobniej neutralne dla złotego. Finalne dane o polskim PKB również nie będą miały istotnego wpływu na kurs PLN.

Krajowe dane o inflacji w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,93 (spadek o 6pb), 5-letnie do poziomu do 2,39 (spadek o 11pb), a 10-letnie do 2,79 (spadek o 13pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego obniżenia stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim. Spadek stawek IRS był szczególnie widoczny w piątek, co związane było z publikacją słabszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro (patrz powyżej). W ubiegłym tygodniu doszło także do zmniejszenia spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami, czemu sprzyjało obniżenie niepewności związanej z kryzysem wokół KNF (por. MAKROmapa z 19.11.2018). Lepsze od oczekiwań krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą wstępne dane o inflacji w Polsce, które w przypadku realizacji naszej niższej o konsensusu rynkowego prognozy mogą przyczynić się do spadku stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Uważamy, że przeciwny efekt będą miały wstępne dane o inflacji w strefie euro. W kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS mogą oddziaływać publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC, liczne zaplanowane na ten tydzień wystąpienia przedstawicieli najważniejszych banków centralnych (w tym M. Dragiego - prezesa EBC, J. Powella - prezesa FED oraz T. Jordana – prezesa SNB), a także szczyt przywódców państw G20. Uważamy, że finalny szacunek polskiego PKB w III kw., jak również publikacje danych z USA (drugi szacunek PKB w III kw., sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board) oraz z Niemiec (indeks Ifo) będą neutralne dla rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

| Wskaźnik | paź 17 | lis 17 | gru 17 | sty 18 | lut 18 | mar 18 | kw i 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 | 7,4 | |
| 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 | 3,2 | |
| 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 | 9,7 | |
| 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 | 7,6 | |
| 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 (mln 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 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) | 5,3 | 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 | 7,6 | 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 26.11.2018r. | | | | | | |
| 10:00 | Polska | Stopa bezrobocia rejestrowanego (%) | Październik | 5,7 | 5,6 | 5,6 |
| 10:00 | Niemcy | Indeks Ifo (pkt.) | Listopad | 102,8 | 101,8 | 102,3 |
| Wtorek 27.11.2018r. | | | | | | |
| 15:00 | USA | Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m) | Wrzesień | 0,1 | | 0,2 |
| 16:00 | USA | Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.) | Listopad | 137,9 | 136,9 | 135,5 |
| Środa 28.11.2018r. | | | | | | |
| 10:00 | Strefa euro | Podaż pieniądza M3 (% r/r) | Październik | 3,5 | | 3,5 |
| 14:30 | USA | Drugi szacunek PKB (% r/r) | III kw. | 3,5 | 3,4 | 3,5 |
| 16:00 | USA | Indeks Richmond Fed (pkt.) | Listopad | 15,0 | | |
| 16:00 | USA | Sprzedaż nowych domów (tys.) | Październik | 553 | 561 | 578 |
| Czwartek 29.11.2018r. | | | | | | |
| 11:00 | Strefa euro | Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.) | Listopad | 1,01 | | 0,96 |
| 14:00 | Niemcy | Wstępna inflacja HICP (% r/r) | Listopad | 2,4 | 1,9 | 2,3 |
| 14:30 | USA | Realne spożycie indywidualne (% m/m) | Październik | 0,3 | | |
| 20:00 | USA | Minutes z posiedzenia FOMC | Listopad | | | |
| Piątek 30.11.2018r. | | | | | | |
| 2:00 | Chiny | Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.) | Listopad | 50,2 | 50,0 | |
| 10:00 | Polska | Finalny PKB (% r/r) | III kw. | 5,1 | 5,1 | 5,1 |
| 10:00 | Polska | Inflacja CPI (% r/r) | Listopad | 1,8 | 1,5 | 1,7 |
| 11:00 | Strefa euro | Wstępna inflacja HICP (% r/r) | Listopad | 2,2 | 1,8 | 2,1 |
| 11:00 | Strefa euro | Stopa bezrobocia (%) | Październik | 8,1 | | 8,0 |
| 15:45 | USA | Indeks Chicago PMI (pkt.) | Listopad | 58,4 | | 58,3 |

* 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