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. Oczekujemy, że pomimo napływających w ostatnich miesiącach słabszych danych dotyczących strefy euro, nastawienie prezesa EBC, M. Draghiego prezentowane podczas konferencji nie stanie się bardziej łagodne. Na konferencji zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Uważamy, że ścieżki inflacji i tempa wzrostu gospodarczego zostaną zrewidowane w dół w porównaniu do wrześniowej prognozy. Wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego podczas konferencji po posiedzeniu mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynku.
- **We wtorek odbędzie się głosowanie w brytyjskim parlamencie nad wynegocjowanym dwa tygodnie temu przez T. May traktatem w sprawie *Brexitu*.** Uważamy, że prawdopodobieństwo odrzucenia traktatu przez parlament jest wysokie. Realizacja takiego negatywnego scenariusza 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. Materializacja takiego scenariusza oddziaływałaby w kierunku osłabienia kursu funta względem euro, jak również wzrostu awersji do ryzyka, osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **Na piątek zaplanowana jest publikacja wstępnych grudniowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w grudniu do 52,8 pkt. wobec 52,7 pkt. w listopadzie. Uważamy, że na wzrost 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 wypracowanego 90-dniowego zawieszenia wojny handlowej na linii USA-Chiny na nastroje eksporterów. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszy się do -25,0 pkt. w grudniu wobec -24,1 pkt. w listopadzie. Uważamy, ze publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Uważamy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w listopadzie o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,1% w październiku, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zmniejszyła się w listopadzie do 0,1% m/m z 0,8% w październiku ze względu na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że inflacja CPI zmniejszyła się do 2,2% r/r z 2,5% w październiku z powodu niższej dynamiki cen paliw. Uważamy, że publikacja danych dotyczących amerykańskiej gospodarki będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek opublikowane zostaną ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że dane miesięczne wskażą najprawdopodobniej na nieznaczne przyspieszenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w listopadzie, jednak nie będzie to jeszcze efekt podjętych przez chiński rząd działań na rzecz pobudzenia wzrostu gospodarczego. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,0% r/r w listopadzie wobec 5,9% w październiku, sprzedaż detaliczna wzrosła o 8,3% r/r wobec 8,6%, a inwestycje w aglomeracjach miejskich zwiększyły się o 5,9% r/r wobec 5,7% w październiku. Naszym zdaniem publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 131 mln EUR wobec 547 mln EUR we wrześniu, co będzie wynikało głównie ze zwiększenia salda obrotów towarowych.

Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się w październiku do 8,8% r/r wobec 0,3% we wrześniu, a dynamika importu wzrosła do 10,8% r/r wobec 5,4%. 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 polskich obligacji.

- **W piątek poznamy finalne dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w górę w porównaniu do wstępnego szacunku (1,2% r/r wobec 1,8% w październiku). Uważamy, że w kierunku spadku wskaźnika oddziaływała niższa dynamika wszystkich jego składowych (cen żywności, paliw i innych nośników energii oraz towarów i usług uwzględnianych przy obliczaniu inflacji bazowej). 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 5,0% r/r (4,8% przed rewizją), a w 2019 r. będzie równe 3,3% (wobec 3,5% w poprzedniej prognozie) i ukształtuje się na poziomie 3,2% w 2020 r. (patrz poniżej).

W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w listopadzie o 155 tys. wobec wzrostu o 237 tys. w październiku (rewizja w dół ze 250 tys.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 200 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+34,0 tys.), w usługach biznesowych (+32,0 tys.) oraz w przetwórstwie (+27,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce natomiast w usługach informacyjnych (-8,0 tys.), sektorze rządowym (-6,0 tys.) oraz górnictwie i wycince drzew (-3,0 tys.). Stopa bezrobocia w listopadzie nie zmieniła się w porównaniu do października i wyniosła 3,7% kształtując się wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,5%, por. MAKROmapa z 02.10.2018). Nie zmienił się również współczynnik aktywności zawodowej, który wyniósł 62,9%. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego ukształtowała się na takim samym poziomie jak w październiku i wyniosła 3,1%, pozostając na najwyższym poziomie od kwietnia 2009 r. Gołębi wydźwięk danych doprowadził do lekkiego osłabienia dolara względem euro. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 59,3 pkt. wobec 57,7 pkt. w październiku. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów oraz zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla czasu dostaw). Wzrost odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się w listopadzie do 60,7 pkt. wobec 60,3 pkt. w październiku. Na jego wzrost złożyły się wyższe wkłady składowych dla aktywności biznesowej i nowych zamówień oraz niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. Na stabilizację nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który nie zmienił się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniósł 97,5 pkt. Złożyły się na to wzrost jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji oraz spadek składowej dla oczekiwań. 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%.
- **Zrewidowaliśmy nasz scenariusz stóp procentowych w USA.** Ze względu na zawieszenie wojny handlowej na linii USA-Chiny uważamy, że wzrost inflacji w USA będzie wolniejszy od naszych wcześniejszych oczekiwań. W efekcie uważamy, że w 2019 r. FED dokona 3 podwyżek stóp procentowych o łącznej skali 75 pb wobec 100 pb w naszej poprzedniej prognozie. Tym samym na koniec 2019 r. stopy procentowe w USA ukształtują się nieznacznie powyżej poziomu równowagi wskazywanego we wrześniowej projekcji FOMC (3,0%). Wyceniana przez rynek skala podwyżek w 2019 r. wynosi obecnie 25 pb. Jednocześnie uważamy, że ze względu na

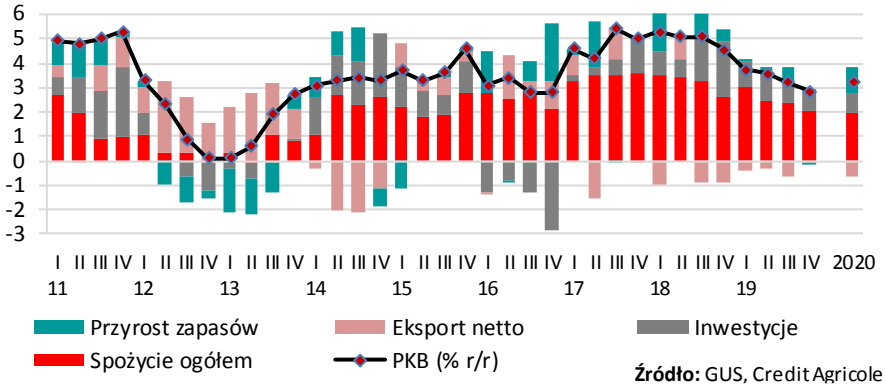
prognozowane przez nas spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA w 2020 r. FED utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w grudniu br. FED podniesie stopy procentowe o 25 pb.

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Rada podkreśliła również, że bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się wzrostu PKB. W ocenie Rady w 2019 r. inflacja może być podwyższona przez wzrost cen energii, jednak skalę wzrostu cen energii w 2019 r. będzie prawdopodobnie ograniczał obserwowany w ostatnich miesiącach spadek cen ropy naftowej. W efekcie Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Na konferencji po posiedzeniu prezes NBP A. Glapiński podtrzymał swoją ocenę, zgodnie z którą nie widzi on obecnie powodu żeby stopy procentowe zostały podniesione w 2019 r. Co więcej, zdaniem Glapińskiego jest prawdopodobne, że podwyżek stóp procentowych nie będzie również w 2020 r. Komentując złożony na listopadowym posiedzeniu RPP wniosek o podwyżkę stóp procentowych uznał jako „egzotyczny" w kontekście niskiej inflacji. Wypowiedzi A. Glapińskiego są spójne 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.). Obecne oczekiwania rynkowe wskazują na pierwszą podwyżkę stóp w II kw. 2020 r.
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 49,5 pkt. wobec 50,4 pkt. w październiku.** Tym samym wskaźnik ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności i osiągnął najniższy poziom od września 2014 r. W kierunku obniżenia indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, produkcji, zatrudnienia oraz zapasów), podczas gdy przeciwny efekt miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Struktura indeksu wskazuje, iż bufor nagromadzonych zaległości produkcyjnych, który wspierał wzrost produkcji w warunkach ograniczonego napływu nowych zamówień w ostatnich miesiącach, wyczerpał się. W rezultacie produkcja spadła w listopadzie br. w ujęciu miesięcznym po raz pierwszy od lipca 2016 r. (por. MAKROmapa z 03.12.2018). Średnia wartość indeksu PMI w okresie październik-listopad (49,9 pkt.) ukształtowała się wyraźnie poniżej swojej średniej z III kw. (51,6 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy zgodnie z którą wzrost polskiego PKB spowolni w IV kw. do 4,5% r/r wobec 5,1% w III kw.
- **Miesięczna dynamika zamówień w niemieckim przemyśle wzrosła w październiku do 0,3% m/m wobec 0,1% we wrześniu, co było powyżej oczekiwań rynku (-0,4%).** W kierunku jej zwiększenia oddziaływała wyższa dynamika zamówień zagranicznych (2,9% m/m w październiku wobec -1,9% we wrześniu), podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika zamówień krajowych (-3,2% m/m wobec 2,8%). Mimo wzrostu zamówień w ujęciu miesięcznym, w październiku pogłębił się ich spadek w ujęciu rocznym (-3,0% r/r wobec -2,4%). Jest to spójne z obserwowanym od początku br. spowolnieniem w światowym handlu i dekoniunkturą w niemieckim przemyśle motoryzacyjnym (por. MAKROmapa z 19.11.2018). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. dynamiki produkcji przemysłowej w Niemczech, która zmniejszyła się w październiku do -0,5% m/m wobec wzrostu o 0,1% we wrześniu, co było poniżej oczekiwań rynku (0,3%). Jej spadek wynikał z niższej dynamiki produkcji w energetyce oraz przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała jej wyższa dynamika w budownictwie. Widzimy 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.
- **Indeks Caixin PMI zmniejszył się zwiększył się w listopadzie do 50,2 pkt. wobec 50,1 pkt. w październiku.** Zwiększenie indeksu Caixin PMI wynikało ze wzrostu składowych dla zapasów i nowych zamówień ogółem. Z kolei w kierunku obniżenia indeksu oddziaływały niższe wkłady

trzech z pięciu jego składowych (dla bieżącej produkcji, zatrudnienia oraz czasu dostaw). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje spadek składowej dla nowych zamówień eksportowych do 47,7 pkt. w listopadzie wobec 48,8 pkt. w październiku. Jej obniżenie jest efektem spowolnienia w światowym handlu oraz negatywnego wpływu wojny handlowej na linii USA-Chiny na aktywność chińskich eksporterów. Co ciekawe, składowa dla nowych zamówień ogółem zwiększyła się do 50,9 pkt. w listopadzie wobec 50,4 pkt. w październiku, co oznacza, że aktywność chińskiego przetwórstwa w listopadzie była wspierana przez silniejszy popyt krajowy. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszej poprawy koniunktury w Chinach ze względu na 90-dniowe zawieszenie wojny handlowej na linii USA-Chiny (por. MAKROmapa z 03.12.2018).

Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w listopadzie do 44,7 mld USD wobec 34,0 mld USD w październiku, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (34,0 mld USD). Znacząco słabsze od prognoz okazały się natomiast dane nt. dynamiki chińskiego eksportu (5,4% r/r w listopadzie wobec 15,5% w październiku przy oczekiwaniach równych 10,0%) oraz dynamiki importu (3,0% r/r w listopadzie wobec 20,8% w październiku przy oczekiwaniach równych 14,0%). Dane wskazują na osłabienie zarówno popytu krajowego, jak i zagranicznego. Częściowo za spowolnienie wzrostu eksportu i importu w listopadzie może odpowiadać przesunięcie transakcji pomiędzy październikiem i listopadem – w październiku odnotowano bowiem wyższy od oczekiwań wzrost obu wskaźników. Dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w 2018 r. do 6,6% wobec 6,9% w 2017 r.

Prognozy na lata 2018 – 2020



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. 8). Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2018 r. wyniesie 5,0% r/r (4,8% przed rewizją), a w 2019 r. będzie równe 3,3% (wobec 3,5% w poprzedniej prognozie) i ukształtuje się na poziomie 3,2% w 2020 r.

Rewizja w górę prognozowanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego w 2018 r. jest głównie podyktowana znacząco wyższą od oczekiwań dynamiką PKB odnotowaną w III kw. br. (por. MAKROpuls z 30.11.2018). Jednocześnie utrzymaliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w IV kw. br. (4,5% r/r). Do spowolnienia tempa wzrostu PKB względem III kw. przyczyni się kontynuacja obserwowanego w ostatnich miesiącach pogorszenia koniunktury w strefie euro, spowolnienie wzrostu konsumpcji (efekt wysokiej bazy sprzed roku) oraz dodatkowy dzień wolny od pracy (12 listopada). Naszym zdaniem negatywny wpływ ostatniego wymienionego czynnika na tempo wzrostu gospodarczego był ograniczony. Uważamy, że ze względu na późny czas ogłoszenia dnia wolnego, większość firm miała już przyjęte zamówienia i ustalone plany produkcyjne na listopad. W rezultacie większość z nich najprawdopodobniej starała się nadrobić „utracony" dzień roboczy w ciągu miesiąca. Główne tendencje dotyczące wzrostu gospodarczego w naszym scenariuszu nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do ostatniej prognozy. W kolejnych kwartałach oczekujemy, że tempo wzrostu PKB nadal będzie osiągało relatywnie wysokie poziomy, jednak będzie się ono znajdować w trendzie spadkowym.

Głównym motorem wzrostu gospodarczego w całym horyzoncie prognozy pozostanie konsumpcja. Wsparciem dla spożycia prywatnego będzie umiarkowanie wysoka – aczkolwiek obniżająca się – dynamika realnego funduszu płac oraz niska skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania. W najbliższych kwartałach utrzyma się umiarkowana presja płacowa, niemniej jednak ostatnie wyniki badań koniunktury wskazują na jej osłabienie. Skala wzrostu wynagrodzeń będzie ograniczana przez wejście w życie ustawy o Pracowniczych Programach Kapitałowych, która spowoduje wzrost kosztów pracy ponoszonych przez przedsiębiorstw. W rezultacie oczekujemy, że dynamika nominalnych wynagrodzeń w obniży się do 7,0% r/r w 2019 r. i 5,5% w 2020 r. z 7,1 % w 2018 r. Rosnące trudności przedsiębiorstw ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą ograniczały wzrost zatrudnienia poza rolnictwem, którego tempo spadnie z 1,1% r/r w 2018 r. do 0,4% w 2019 r. i 0,1% w 2020 r.

Stopniowo będzie się również wyczerpywał pozytywny wpływ ożywienia inwestycyjnego na tempo wzrostu gospodarczego. Ze względu na cykl polityczny (ustępująca inwestycyjna „górka" w jednostkach samorządu terytorialnego z 2018 r. związana z wyborami samorządowymi) oraz sygnalizowany w badaniach koniunktury krótki cykl inwestycyjny w sektorze przedsiębiorstw, tempo wzrostu inwestycji będzie się stopniowo obniżać do 5,2% r/r średniorocznie w 2019 r. i 4,2% w 2020 r. wobec 8,3% w 2018 r.

Zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę inflacji w IV kw. 2018 r. (1,4% r/r wobec 1,8% w poprzedniej prognozie) i w całym 2019 r. (do 1,5% r/r z 2,2%). Na podstawie wstępnego szacunku listopadowej inflacji szacujemy, że inflacja bazowa oraz dynamika cen żywności ukształtowały się znacząco poniżej naszych oczekiwań. W horyzoncie prognozy nadal spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji bazowej do 1,3% w 2019 r. i 2,0% 2020 r. Będzie on wspierany przez wyższe ceny prądu (por. MAKROmapa z 15.10.2018) oraz wzrost jednostkowych kosztów pracy następujący w warunkach wzrostu inflacji bazowej w strefie euro. Jednakże ze względu na niższy punkt startowy, ścieżka inflacji bazowej będzie kształtowała się niżej niż w poprzedniej prognozie.

Zgodnie z najnowszymi zapowiedziami rządu, w naszej prognozie zakładamy, że ceny prądu dla odbiorców indywidulanych nie wzrosną znacząco w horyzoncie prognozy. Uważamy, że wyższe ceny prądu dla przedsiębiorców i ich częściowe przerzucenie na konsumentów nie przyczynią się do wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy (wtórny szok cenowy w reakcji na podwyżki płac wywołane wzrostem inflacji i oczekiwań inflacyjnych). W ostatnich miesiącach mieliśmy do czynienia ze znaczącym spadkiem cen ropy na światowym rynku. Taka tendencja oddziałuje w kierunku obniżenia oczekiwanej przez nas dynamiki cen paliw w 2019 r.

Ze względu na niższy punkt startowy związany z wolniejszym od naszych oczekiwań wzrostem cen pieczywa i warzyw zrewidowaliśmy w dół naszą ścieżkę inflacji żywności. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen w kategorii żywność i napoje bezalkoholowe obniży się w IV kw. br. do 1,0% r/r wobec 2,2% w III kw., a w całym 2018 r. wyniesie 2,6% r/r. Jednocześnie prognozujemy, że w 2019 r. inflacja żywności wzrośnie do 2,7%, podczas gdy w 2020 r. obniży się ona do 2,3%. Na nieznaczny wzrost inflacji żywności w 2019 r. złożą się wyższa dynamika cen pieczywa, mięsa i warzyw, podczas gdy przeciwny efekt będzie miało jej obniżenie w przypadku cen owoców, olejów i tłuszczów, a także mleka, serów i jaj. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza cen żywności są warunki agrometeorologiczne w kraju oraz wśród jej największych światowych producentów. Uważamy, że inflacja ogółem ukształtuje się na poziomie 2,0% r/r w 2020 r.

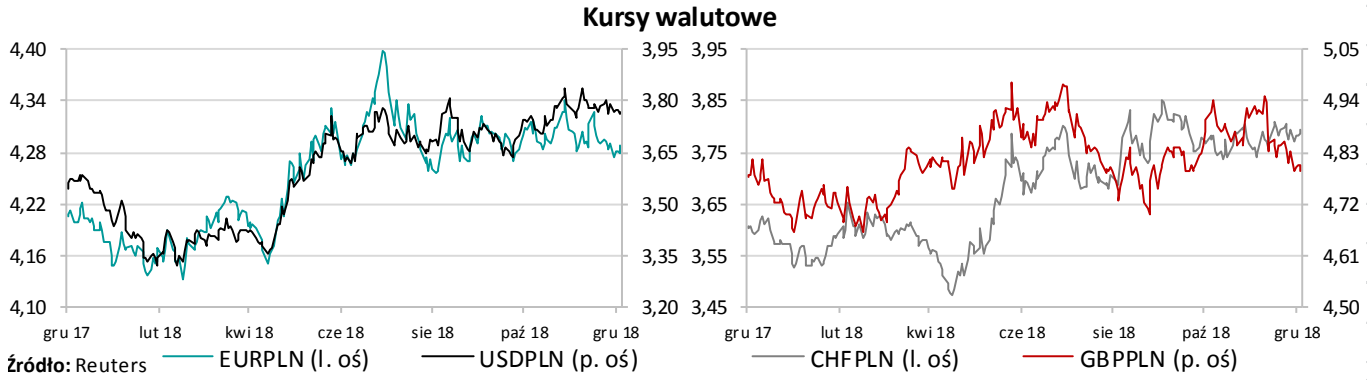
Podtrzymaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego i inflacji kształtującej się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP nie zmieni stóp procentowych do marca 2020 r. Wsparciem dla naszego scenariusza są wypowiedzi Prezesa NBP na konferencji po grudniowym posiedzeniu RPP (por. MAKROpuls z 05.12.2018). 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.). Uważamy, że stopy procentowe zostaną podniesione dwukrotnie w 2020 r. (w marcu i listopadzie) o łącznie 50 pb. Nie zmieniliśmy również naszej prognozy kursu EURPLN. Uważamy, że w najbliższych kwartałach będziemy mieć do czynienia ze stopniowym umocnieniem polskiej waluty do 4,15 względem euro na koniec 2019 r. i 4,07 na koniec 2020 r.

Uważamy, że obserwowane obecnie spowolnienie w światowym handlu ma charakter przejściowy. Polityka realizowana przez Chiński rząd i Ludowy Bank Chin będzie oddziaływała w kierunku pobudzenia wzrostu gospodarczego w Chinach. Ożywienie popytu w Chinach przyczyni się naszym zdaniem do przyspieszenia produkcji przemysłowej i eksportu w Niemczech, w tym w szczególności w branży motoryzacyjnej. Dostrzegamy jednak czynniki ryzyka w dół dla tego scenariusza, a tym samym dla naszej prognozy tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Jeśli porozumienie na linii USA-Chiny nie zostanie osiągnięte, a USA zdecydują się na zintensyfikowanie działań protekcjonistycznych w handlu zagranicznym, będziemy mieli do czynienia z silniejszym od naszych oczekiwań spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Materializacja takiego scenariusza oddziaływałaby również w kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka i osłabienia kursu złotego.

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 (oczekujemy podwyżki stopy funduszy federalnych o 25 pb na grudniowym posiedzeniu FED, a następnie trzech podwyżek stóp o łącznie 75 pb w 2019 r.) takie uwarunkowania w polityce fiskalnej oddziałują w kierunku zwiększenia ryzyka wystąpienia recesji w USA w 2020 r.

Głosowanie w brytyjskim parlamencie w sprawie *Brexitu* może osłabić złotego



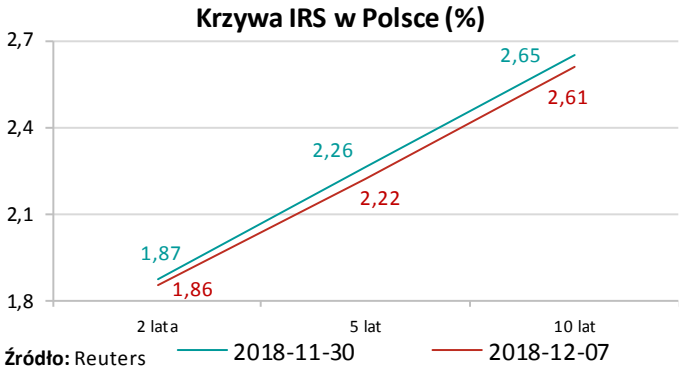
Źródło: Reuters

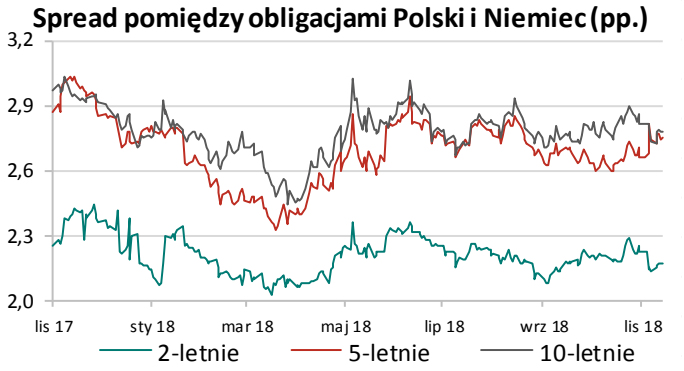
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2886 (umocnienie złotego o 0,1%). W poniedziałek doszło do umocnienia złotego w reakcji na ogłoszone w ubiegły weekend zawieszenie wojny handlowej na linii USA-Chiny. W kolejnych dniach złoty nieznacznie tracił na wartości, do czego przyczynił się lekki wzrost światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej zwiększeniem indeksu VIX. W czwartek doszło do korekty. W piątek rano złoty tracił na wartości, jednak publikacja słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy doprowadziła do jego umocnienia. Na uwagę zasługuje również ubiegłotygodniowa aprecjacja złotego względem funta brytyjskiego (o 0,8%). Wynikała ona w znacznym

stopniu ze wzrostu kursu EURGBP ze względu na obawy inwestorów, iż brytyjski parlament odrzuci porozumienie z UE w sprawie *Brexitu*.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie wtorkowe głosowanie w brytyjskim parlamencie dotyczące porozumienia z UE w sprawie *Brexitu*. Istnieje wysokie prawdopodobieństwo jego odrzucenia, co będzie oddziaływać w kierunku deprecjacji funta względem euro, podwyższonej awersji do ryzyka i osłabienia złotego. Negatywne dla złotego są także opublikowane w weekend dane nt. chińskiego bilansu handlowego. Ze zwiększoną zmiennością kursu polskiej waluty możemy mieć do czynienia również w czwartek ze względu na posiedzenie EBC. Liczne dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa), jak również zaplanowana na piątek publikacja wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI), będą naszym zdaniem miały ograniczony wpływ na kurs złotego. Istotnego wpływu na kurs polskiej waluty nie będą miały najprawdopodobniej również krajowe dane (inflacja i bilans płatniczy), a także dane z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich).

Posiedzenie EBC może podwyższyć zmienność na rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,86 (spadek o 1pb), 5-letnie do poziomu do 2,22 (spadek o 4pb), a 10-letnie do 2,61 (spadek o 4pb). Najważniejszym wydarzeniem dla stawek IRS była konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, na której prezes NBP A. Glapiński wyraził opinię, zgodnie z którą inflacja pozostanie niska w kolejnych kwartałach, a stopy procentowe prawdopodobnie nie zostaną podniesione również w 2020 r. W efekcie w czwartek doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej. W pozostałe dni stawki IRS charakteryzowały się niską zmiennością.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowane na wtorek głosowanie w brytyjskim parlamencie dotyczące porozumienia z UE w sprawie *Brexit.* Naszym zdaniem istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że zostanie ono odrzucone, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu awersji do ryzyka, zwiększenia stawek IRS oraz spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. Z relatywnie wysoką zmiennością stawek IRS możemy mieć do czynienia także w czwartek ze względu na posiedzenie EBC. Wyniki badań koniunktury w strefie euro (PMI), liczne dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa), a także krajowe dane o inflacji i bilansie płatniczym nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą dochodowości.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	gru 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*	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	**4,29**
Kurs USDPLN*	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	**3,76**
Kurs CHFPLN*	3,59	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	**3,73**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	**1,5**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	**0,9**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,2	2,8	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,3	**4,5**	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	**3,3**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	**8,0**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	**7,1**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	**3,0**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,5	6,6	6,8	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	**5,7**	
Saldo ROB (mln EUR)	95	-1354	2289	-792	-914	291	495	-200	-750	-582	-547	**-131**		
Eksport (r/r, %, EUR)	17,7	4,8	15,5	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	9,2	7,2	0,3	**8,8**		
Import (r/r, %, EUR)	17,8	13,2	19,0	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,3	11,3	5,4	**10,8**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2018				2019				2018	2019	2020
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		5,3	5,1	5,1	4,5	3,7	3,6	3,2	2,9	5,0	3,3	3,2
Konsumpcja (%, r/r)		4,7	4,9	4,5	4,4	4,2	3,5	3,4	3,3	4,6	3,6	3,0
Inwestycje (%, r/r)		8,2	4,7	9,9	9,3	8,1	6,7	4,4	3,6	8,3	5,2	4,2
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		3,4	7,6	4,9	4,4	4,7	4,7	4,9	5,4	5,1	4,9	4,5
Import (ceny stałe, %, r/r)		5,5	6,5	6,9	6,5	5,7	5,6	6,3	5,8	6,4	5,9	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,8	2,7	2,2	2,7	2,0	2,0	1,6	2,7	2,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,8	1,7	2,3	1,0	1,1	0,8	0,9	1,5	1,0	0,8
	Eksport netto (pp.)	-1,0	0,9	-0,9	-0,9	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	-0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,2	0,0	-0,4	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	-0,9	-0,8
Stopa bezrobocia (%)**		6,6	5,8	5,7	5,8	6,1	5,6	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		1,4	1,0	1,1	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	0,4	0,1
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		6,2	7,1	7,6	7,3	7,5	7,2	6,9	6,2	7,1	7,0	5,5
Inflacja CPI (%)*		1,5	1,7	2,0	1,4	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	1,5	2,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,80	1,72	1,80	2,30
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
EURPLN**		4,21	4,37	4,28	4,29	4,27	4,25	4,20	4,15	4,29	4,15	4,07
USDPLN**		3,42	3,74	3,69	3,76	3,71	3,57	3,44	3,35	3,76	3,35	3,16

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za czterystatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 10.12.2018r.				
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	17,6		17,7
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	8,8		8,3
		Wtorek 11.12.2018r.				
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	-24,1		-25,0
		Środa 12.12.2018r.				
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-0,3		0,3
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,3	0,0	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,2	0,2	0,2
		Czwartek 13.12.2018r.				
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	-0,75		
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	0,00	0,00	0,00
		Piątek 14.12.2018r.				
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	8,6	8,3	9,0
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	5,9	6,0	5,9
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	5,7	5,9	5,8
9:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	53,4		53,5
9:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	51,8		52,0
9:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	52,7		52,8
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	51,8		51,9
10:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Listopad**	**1,8**	**1,5**	**1,5**
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	III kw.	1,9		
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Październik**	**-547**	**-131**	**-472**
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,8	0,1	0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	0,1	0,4	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Listopad	78,4	78,6	78,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	55,3		55,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,3		0,5

* 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

MAKRO MAPA

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.