

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED podniesie na nim docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 25 pb do [2,25%; 2,50%]. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie grudniowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Uważamy, że prognozy te będą szczególnie ważne w kontekście oceny wpływu ekspansywnej polityki fiskalnej i wojny handlowej na linii USA-Chiny na amerykańską gospodarkę. Oczekujemy, że prognozowane tempo wzrostu gospodarczego i stopa bezrobocia zostaną nieznacznie zrewidowane w dół w porównaniu do wrześniowej projekcji. A oczekiwana ścieżka inflacji nie zostanie istotnie zmieniona. Co więcej, projekcja wskaże najprawdopodobniej, że inflacja bazowa będzie kształtowała się powyżej celu inflacyjnego (2,0%) w latach 2019 i 2020. W naszej ocenie mediana oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych na koniec 2019 r. nie ulegnie zmianie i wyniesie [3,00%; 3,25%]. Uważamy, że prezes FED J. Powell zaznaczy jednocześnie, że oczekiwania członków FOMC dotyczące przyszłego poziomu stóp procentowych obarczone są dużą niepewnością związaną z trudnościami w oszacowaniu naturalnej stopy bezrobocia i stopy procentowej równowagi. W naszej ocenie, z treści komunikatu po posiedzeniu FOMC zostanie wykreślony fragment mówiący o przewidywanym przez członków FOMC dalszym stopniowym normalizowaniu polityki pieniężnej. W jego miejsce najprawdopodobniej zostanie wprowadzony zapis mówiący o uzależnieniu w większym stopniu decyzji w polityce pieniężnej od napływających danych, czyniąc prowadzoną przez FOMC politykę monetarną bardziej elastyczną. Taka zmiana w komunikacji będzie spójna z opublikowanymi *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC, jak również wypowiedziami prezesa FED (por. MAKROMapa z 03.12.2018). Skala zacieśniania polityki pieniężnej w 2019 r. wskazana w projekcji będzie zgodna z naszym scenariuszem oraz wyższa od obecnych oczekiwań rynkowych (25 pb). Konferencja po posiedzeniu FOMC oraz publikacja projekcji makroekonomicznej mogą przyczynić się do zwiększenia zmienności na rynkach finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W piątek zostanie opublikowany finalny szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zmieniło się w porównaniu do drugiego szacunku i wyniosło 3,5%. W tym tygodniu poznamy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które naszym zdaniem wzrosły w listopadzie o 1,0% m/m wobec spadku o 4,3% w październiku, z uwagi na wyższe zamówienia na samoloty w firmie Boeing. W tym tygodniu opublikowane zostaną także dane nt. liczby rozpoczętych budów (1222 tys. w listopadzie wobec 1228 tys. w październiku), nowych pozwoleń na budowę (1257 tys. wobec 1265 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,19 mln wobec 5,22 mln), które wskażą na utrzymujące się spowolnienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Opublikowane zostaną również wyniki badań koniunktury w USA. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks NY Empire State zmniejszył się do 22,0 pkt. w grudniu wobec 23,3 pkt. w listopadzie, z kolei indeks Philadelphia FED zwiększył się do 17,0 pkt. wobec 12,9 pkt. w listopadzie. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (97,0 pkt. w grudniu wobec 97,5 pkt. w listopadzie) wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Publikacje danych z USA pozostaną naszym zdaniem w cieniu zaplanowanego na środę posiedzenia FED i nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen obniżyła się do 2,0% w listopadzie z 2,2% w październiku. Do spadku inflacji ogółem przyczyniły się naszym zdaniem niższa inflacja bazowa i spadek dynamiki cen nośników energii. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **We wtorek 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 grudniu z 102,0 pkt. w listopadzie. Pogorszenie koniunktury będzie spójne z odnotowanym w ubiegłym tygodniu spadkiem grudniowego zagregowanego indeksu PMI dla Niemiec (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla rynków.

- ✔ **We wtorek opublikowane zostaną listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia obniżyła się do 3,0% r/r w listopadzie wobec 3,2% w październiku (efekt wysokiej bazy sprzed roku). Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się w listopadzie do 7,1% r/r wobec 7,6% w październiku ze względu na ustąpienie pozytywnego wpływu wyższej dynamiki płac w górnictwie. 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.
- ✔ **W środę poznamy dane o listopadowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 4,5% r/r wobec 7,4% w październiku. W kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Ryzyko w dół dla naszej prognozy stanowi opublikowany na początku miesiąca znacząco niższy od oczekiwań indeks PMI dla polskiego przetwórstwa. W naszej ocenie listopadowe 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 kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (3,6%), tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem obniżyła się w listopadzie do 8,0% r/r wobec 9,7% w październiku.** W kierunku jej zmniejszenia oddziaływały niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych i efekt wysokiej bazy sprzed roku. Uważamy, że materializacja naszej prognozy będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- ✔ **Zgodnie z finalnymi danymi GUS inflacja CPI obniżyła się w listopadzie do 1,3% r/r wobec 1,8% w październiku, co było powyżej wstępnego szacunku GUS (1,2%, por. MAKROpuls z 14.12.2018).** Tym samym inflacja spadła poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego Rady Polityki Pieniężnej (2,5% +/- 1 pkt proc.), kształtując się na poziomie najniższym od grudnia 2016 r. W listopadzie odnotowano dezinflację (zmniejszenie rocznej dynamiki cen) we wszystkich czterech kategoriach o istotnym znaczeniu dla oceny presji inflacyjnej: żywność i napoje bezalkoholowe, nośniki energii, ceny paliw i inflacja bazowa. Oznacza to, że odnotowana w Polsce w listopadzie dezinflacja miała szeroki zakres, a spadek dynamiki cen jednocześnie we wszystkich wymienionych kategoriach nastąpił po raz pierwszy od stycznia 2013 r. Na szczególną uwagę zasługuje wyraźny spadek inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności, paliw i pozostałych nośników energii) z 0,9% r/r w październiku do 0,7%. Dane o inflacji bazowej wskazują na brak nadmiernej presji inflacyjnej w gospodarce mimo szybkiego wzrostu popytu konsumpcyjnego, co w znacznym stopniu wynika z utrzymującej się silnej presji konkurencyjnej w sektorze usług i malejącej presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw. Dane o listopadowej inflacji są zgodne z naszą prognozą inflacji w IV kw. br. (1,4% r/r wobec 2,0% w III kw.). W najbliższych miesiącach oczekujemy łagodnego zwiększenia rocznej dynamiki cen do 1,6% r/r w II kw. (lokalne maksimum), wspieranej przez stopniowy wzrost inflacji bazowej i przyspieszenie wzrostu cen żywności (por. MAKROmapa z 10.12.2018). Prognozujemy, że średniorocznie inflacja wyniesie 1,5% w 2019 r. wobec 1,6% w

2018 r.

- ✔ **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się w październiku do 457 mln EUR wobec 547 mln EUR we wrześniu.** Na zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących złożyły się wyższe salda dochodów pierwotnych i usług (odpowiednio o 305 mln EUR i 228 mln EUR wyższe niż we wrześniu) oraz niższe salda dochodów wtórnych i obrotów towarowych (odpowiednio o 304 mln EUR i 139 mln EUR niższe niż we wrześniu). Dynamika eksportu zwiększyła się w październiku do 10,2% r/r wobec 0,3% we wrześniu, a dynamika importu wzrosła do 15,7% wobec 5,4%. W kierunku zwiększenia dynamik eksportu oraz importu oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej 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. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB w IV kw. br. (-0,7% wobec -0,4% w III kw.).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w listopadzie do 0,0% m/m wobec 0,3% w październiku (2,2% r/r w listopadzie wobec 2,5% w październiku), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W kierunku jej spadku oddziaływała niższa dynamika cen nośników energii. Z kolei inflacja bazowa zwiększyła się w listopadzie do 2,2% r/r wobec 2,1% w październiku. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. dynamiki nominalnej sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się w listopadzie do 0,2% m/m wobec 1,1% w październiku. Po wyłączeniu samochodów dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 0,2% wobec 1,0%. W kierunku jej zmniejszenia oddziaływało niższe tempo wzrostu sprzedaży w większości jej działów. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej, która zwiększyła się w listopadzie do 0,6% wobec -0,2% w październiku. W kierunku jej zwiększenia oddziaływało wyższe tempo wzrostu produkcji w dostarczaniu mediów oraz w górnictwie. Nieznacznie zwiększyło się także wykorzystanie mocy wytwórczych, które w listopadzie wyniosło 78,5% wobec 78,1% w październiku. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w IV kw. do 2,3% wobec 3,5% w III kw., pozostając jednak powyżej potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego szacowanego przez FED na poziomie nieznacznie poniżej 2%.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z chińskiej gospodarki.** Dane nt. produkcji przemysłowej (5,4% r/r w listopadzie wobec 5,9% w październiku) oraz sprzedaży detalicznej (8,1% wobec 8,6%) ukształtowały się znacząco poniżej oczekiwań rynkowych (odpowiednio 5,9% i 8,8%). Dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich natomiast zwiększyła się do 5,9% r/r w listopadzie wobec 5,7% w październiku. Spowolnienie sprzedaży detalicznej rodzi pytanie o zdolność popytu krajowego do skompensowania słabszego popytu zagranicznego w świetle obserwowanego obecnie spowolnienia w światowym handlu. Uważamy, że liczne działania chińskiego rządu i Ludowego Banku Chin przyczynią się do pobudzenia popytu wewnętrznego (efekty te będą widoczne najprawdopodobniej w II kw. 2019 r.) i będą czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia chińskiej gospodarki. Tym samym prognozujemy, że dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w 2019 r. tylko nieznacznie do 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.
- ✔ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w grudniu do 51,3 pkt. wobec 52,7 pkt. w listopadzie, co było poniżej oczekiwań rynku (52,8 pkt.).** Na obniżenie zagregowanego indeksu PMI złożyły się wyższa wartość jego składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie oraz spadek składowej dla aktywności biznesowej w usługach. W ujęciu geograficznym zmniejszenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej odnotowano zarówno w Niemczech, jak i we Francji. W Niemczech na pogorszenie nastrojów złożyły się obniżenie składowej dla aktywności biznesowej w usługach oraz wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, podczas gdy we Francji spadek miał miejsce w przypadku obydwu składowych. Zgodnie z informacjami zawartymi w raporcie,

we Francji – oprócz słabego popytu zagranicznego – negatywnie na aktywność gospodarczą wpłynęły protesty „żółtych kamizelek”. W rezultacie po raz pierwszy od czerwca 2016 r. we Francji odnotowano wartość zagregowaną indeksu PMI poniżej 50,0 pkt. (tj. spadek aktywności gospodarczej w ujęciu miesięcznym). 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. Umożliwia to utrzymanie się składowej dla bieżącej produkcji nieznacznie powyżej poziomu 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Ankietowane firmy pogorszenie nastrojów wiązały z nasilającymi się obawami o globalny wzrost gospodarczy i handel światowy, rosnącym ryzykiem politycznym, *Brexitem*, zaostrzającymi się warunkami finansowymi i dekoniunkturą 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 grudnia zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się do 52,2 pkt. wobec 54,3 pkt. w III kw., co stanowi ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro w IV kw. br. (0,3% kw/kw wobec 0,2% w III kw.).

✓ **Wbrew wcześniejszym ustaleniom, w ubiegły wtorek nie odbyło się głosowanie w brytyjskim parlamencie nad wynegocjowanym przez T. May traktatem w sprawie *Brexitu*.** Ze względu na wysokie prawdopodobieństwo odrzucenia traktatu przez parlament, premier odłożyła głosowanie na późniejszy czas (nie dalej niż 21 stycznia 2019 r.). Umowa wynegocjowana pod koniec listopada przez T. May budziła zastrzeżenia parlamentarzystów zwłaszcza w kwestii dotyczącej tzw. „rozwiązania awaryjnego” (*backstop*) - czyli punktu przewidującego tymczasowe pozostanie Wielkiej Brytanii w unii celnej, aby uniknąć powstania twardej granicy celnej między Irlandią a Irlandią Północną. W tym tygodniu T. May próbowała bez rezultatu wynegocjować z Radą Europejską zmiany w ustalonym wcześniej traktacie. Rada Europejska podkreśliła, że umowa nie podlega renegocjacji, a „rozwiązanie awaryjne” ma charakter polisy ubezpieczeniowej zapewniającej integralność jednolitego rynku. Rada Europejska stwierdziła również, że gdyby jednak doszło do uruchomienia „rozwiązania awaryjnego”, obowiązywałoby ono tymczasowo, o ile i dopóki nie zastąpiłaby go kolejna umowa zapewniająca uniknięcie twardej granicy. Uważamy, że w najbliższych tygodniach T. May uda się przekonać wystarczającą liczbę parlamentarzystów i traktat dotyczący *Brexitu* zostanie przyjęty. Czynnikiem zwiększającym przychylność parlamentarzystów będzie zbliżający się termin opuszczenia UE przez Wielką Brytanię (29 marca 2019 r.) i dążenie do uniknięcia niekontrolowanego wyjścia (*hard Brexit*). Niemniej jednak istnieje istotne ryzyko, że umowa wynegocjowana z Radą Europejską nie zostanie przyjęta przez brytyjski parlament. W przypadku materializacji takiego scenariusza, uważamy, że rząd brytyjski będzie dążył do przesunięcia terminu opuszczenia Wielkiej Brytanii z UE w ramach Artykułu 50, w celu uniknięcia *hard Brexit*. W najbliższych tygodniach niepewność związana z dalszym przebiegiem wydarzeń dotyczących wyjścia Wielkiej Brytanii z UE będzie oddziaływała w kierunku osłabienia funta brytyjskiego względem euro oraz podwyższenia awersji do ryzyka, co będzie negatywne dla kursu złotego.

✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** W komunikacie po posiedzeniu utrzymany został zapis, zgodnie z którym EBC oczekuje, że „stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do lata 2019 r., w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do zapewnienia dalszego trwałego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie” (tzw. *forward guidance*). Zgodnie z komunikatem EBC zakończy skup aktywów do końca grudnia 2018 r. Dodatkowo rozwinięte zostało *forward guidance* dotyczące reinwestycji. EBC zamierza w dalszym ciągu reinwestować – w całości – spłaty

kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu skupu aktywów jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak zaczną być podnoszone stopy procentowe EBC, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do utrzymania korzystnych warunków płynnościowych i zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej. EBC opublikował również najnowsze projekcje ekonomiczne. Nieznacznie obniżona została ścieżka PKB. Zgodnie z grudniową projekcją PKB w strefie euro zwiększy się w 2018 r. o 1,9% (2,0% we wrześniowej projekcji), w 2019 r. o 1,7% (1,8%), w 2020 r. o 1,7% (1,7%), a w 2021 r. o 1,5%. Zgodnie z komentarzem do projekcji nieznaczne obniżenie prognozowanej ścieżki wzrostu gospodarczego jest efektem słabszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego w III kw. br. związanego m.in. z pogorszeniem koniunktury w branży motoryzacyjnej. Zarysowana przez EBC ścieżka wzrostu PKB nie odbiega znacząco od naszego scenariusza. Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro wyniesie 1,9% r/r w 2018 r. i 1,6% w latach 2019-2020. Prognozowana przez EBC inflacja będzie równa 1,8% w 2018 r., 1,6% w 2019 r., 1,7% w 2020 r. i 1,8% w 2021 r. wobec 1,7% w latach 2018-2020 oczekiwanych we wrześniowej projekcji. Zgodnie z komentarzem do zmiany prognozy inflacji przyczyniły się obniżenie dynamiki cen nośników energii oraz niższa ścieżka inflacji bazowej, która w 2018 r. wyniesie 1,0% (wobec 1,1% we wrześniowej projekcji), 1,4% w 2019 r. (1,5%), 1,6% w 2020 r. (1,8%) i 1,8% w 2020 r. Taka ścieżka inflacji bazowej wskazuje, że w kolejnych kwartałach pozostanie ona niska, co ograniczać będzie wzrost inflacji w Polsce (por. MAKROmapa z 10.12.2018). W komunikacie po posiedzeniu EBC podtrzymana została wyrażana przed miesiącem ocena, że czynniki ryzyka dla sytuacji gospodarczej w strefie euro są w znacznym stopniu zbilansowane. Zwrócona została jednak uwaga, że z powodu utrzymywania się niepewności związanej z czynnikami geopolitycznymi, groźbą protekcjonizmu, podatnością gospodarek wschodzących na zagrożenia i zmiennością na rynkach finansowych bilans tych czynników zaczyna się przechylać w dół. Rynek wycenia obecnie pierwszą podwyżkę stóp procentowych w I kw. 2020 r. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC podniesie stopę depozytową łącznie o 40 pb w II poł. 2019 r. i główną stopę procentową o 25 pb w IV kw. 2019 r.

- ✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie po posiedzeniu zaznaczono, że od września br. doszło do osłabienia efektywnego kursu franka szwajcarskiego, co wynikało przede wszystkim z umocnienia dolara. SNB odnotował, że kurs franka względem euro praktycznie nie zmienił się i jego kurs pozostaje wysoki. W efekcie konieczne jest utrzymanie ujemnych stóp procentowych oraz gotowości do interwencji walutowych w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Na konferencji po posiedzeniu zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej zrewidowana w dół w porównaniu do wrześniowej projekcji, głównie ze względu na spadek cen ropy naftowej i gorsze perspektywy wzrostu gospodarczego. Zgodnie z grudniową projekcją inflacja wyniesie 0,5% w 2019 r. (wobec 0,8% we wrześniowej projekcji) i 1,0% w 2020 r. (wobec 1,2%). W projekcji obniżona została również prognoza wzrostu gospodarczego na 2018 r.: 2,5% wobec 2,5-3,0% we wrześniowej projekcji, co jest efektem niższego punktu startowego projekcji po spadku PKB w ujęciu kw/kw w III kw. br. SNB oczekuje dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego 2019 r. do ok. 1,5% r/r. Decyzja SNB oraz komunikat po posiedzeniu są spójne z naszym scenariuszem dla EURCHF i EURPLN, zgodnie z którym kurs CHFPLN wyniesie 3,46 na koniec 2019 r., a na koniec 2020 r. spadnie do 3,28. Umocnienie złotego względem franka szwajcarskiego będzie związane z oczekiwanym przez nas obniżeniem kursu EURPLN (odpowiednio 4,15 i 4,07 na koniec 2019 r. i 2020 r.) oraz wzrostem kursu EURCHF (odpowiednio 1,20 i 1,24 na koniec 2019 r. i 2020 r.)

## Prognozy dla krajów regionu CE-3 na lata 2018-2020

W MAKROmapie z 10.12.2018 zaprezentowaliśmy nasz średnioterminowy scenariusz dla Polski. Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasze prognozy na lata 2018-2020 dla innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (CE-3).

### Węgry

Po silnym ożywieniu gospodarczym odnotowanym na Węgrzech w 2018 r. oczekujemy spowolnienia wzrostu PKB w latach 2019-2020. Kluczowym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach będzie niższa kontrybucja nakładów brutto na środki trwałe. Oczekujemy, że inwestycje gospodarstw domowych będą dynamicznie wzrastać w 2019 r. przed oczekiwanym wygaśnięciem preferencyjnej stawki VAT na nowe mieszkania z początkiem 2020 r. Z kolei wsparciem dla inwestycji przedsiębiorstw będzie uruchomienie przez Narodowy Bank Węgier (MNB) programu niskoprocentowanych pożyczek dla małych i średnich przedsiębiorstw (*Funding for Growth Scheme Fix*) z początkiem przyszłego roku oraz budowa nowej fabryki BMW w 2020 r. Niemniej jednak uważamy, że pomimo sprzyjającego otoczenia, ze względu na efekty wysokiej bazy, dalszy szybki wzrost inwestycji (średnio 17,5% r/r w I-III kw. br.) jest niemożliwy do utrzymania w kolejnych kwartałach. Czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w I poł. 2019 r. będzie również obserwowane obecnie pogorszenie koniunktury u głównych partnerów handlowych Węgier, co przy silnym wzroście popytu krajowego przyczyni się do spadku wkładu eksportu netto i spadku nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB.

Uważamy, że wkład konsumpcji do wzrostu PKB będzie się również obniżał w kolejnych kwartałach. Trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników będą ograniczały wzrost zatrudnienia. Popyt na pracę zostanie częściowo zaspokojony przez wykorzystanie istniejących rezerw na rynku – dalszej aktywizacji zawodowej części społeczeństwa oraz przepływu pracowników z publicznego do prywatnego sektora. Ograniczenia podażowe na rynku pracy będą oddziaływać w kierunku szybszego wzrostu wynagrodzeń, aczkolwiek w niższym tempie niż w 2018 r. W rezultacie prognozujemy, że tempo wzrostu PKB obniży się do 3,2% w 2019 r. i 2,8% w 2020 r. wobec 4,8% w 2018 r.

Uważamy, że pozytywny wpływ wyższych płac na inflację bazową będzie ograniczany przez wzrost wydajności pracy i inwestycje w bardziej kapitałochłonne techniki produkcji, a także dalsze obniżki składek na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców. Niska inflacja w strefie euro będzie również ograniczać tempo wzrostu cen na Węgrzech. Podobnie, obserwowane obecnie niskie ceny ropy będą hamować wzrost inflacji. Uwzględniając powyższe czynniki, uważamy, że inflacja CPI na Węgrzech wyniesie 3,2% r/r w 2019 r. i obniży się do 2,8% w 2020 r.

We wrześniu MNB opublikował dokument opisujący sposób stopniowego wyjścia z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Do końca br. wygaszone zostaną programy polegające na skupie listów zastawnych i oferowaniu IRSów, jak również absorbcja płynności w postaci 3-miesięcznych depozytów. Zgodnie z opublikowanym dokumentem, w kolejnych kwartałach głównymi narzędziami polityki pieniężnej będą swapy walutowe oraz korytarz stóp procentowych. Z początkiem 2019 r. uruchomiony zostanie program oferujący niskoprocentowane finansowanie dla przedsiębiorstw. Uważamy, że w 2019 r. MNB zacznie w większym stopniu absorbować płynność sektora bankowego, co przyczyni się do wzrostu 3-miesięcznej stawki BUBOR do poziomu zbliżonego do stopy bazowej (obecnie równej 0.90%) pod koniec 2019 r. Oczekujemy, że stopa depozytowa i stopa bazowa zostaną podwyższone nie wcześniej niż w IV kw. 2019 r., odpowiednio do 0,00% i 1,00%. Różnica pomiędzy tymi dwoma stawkami zostanie zredukowana do 100 pb – poziomu obserwowanego przed rozpoczęciem niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Mimo to scenariusz opisany powyżej to „wygładzona” wersja przyszłych wydarzeń. W

rzeczywistości dokładne decyzje MNB są trudne do przewidzenia, ponieważ bank centralny będzie dostosowywał politykę pieniężną do zmieniających się warunków makroekonomicznych i rynkowych. Nie wykluczamy, że polityka pieniężna MNB pozostanie łagodna przez czas dłuższy niż obecnie zakładamy, jeśli inflacja będzie kształtowała się poniżej oczekiwań MNB. Prognozujemy, że w 2020 r. MNB podniesie stopy procentowe o łącznie 50 pb zgodnie z oczekiwanym przez nas dalszym zacieśnieniem polityki pieniężnej w strefie euro. Powyższy scenariusz jest zgodny z naszą prognozą kursu EURHUF zakładającą jego spadek do 319 na koniec 2019 r. i 315 na koniec 2020 r.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych na Węgrzech									
	2018	2019	2020				2018	2019	2020
<b>Tempo wzrostu PKB (% r/r)</b>	4,8	3,2	2,8	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>			2,9	3,0	3,0
	gru 18	mar 19	cze 19	wrz 19	gru 19	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20
<b>Stopa procentowa MNB (%)</b>	0,90	0,90	0,90	0,90	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50
<b>EURHUF</b>	322	322	321	321	320	318	317	315	315

Źródło: Credit Agricole

## Rumunia

Po znaczącym rozluźnieniu polityki fiskalnej w Rumunii w latach 2016-2017, 2018 r. był neutralny pod względem impulsu fiskalnego. W 2018 r. odnotowano wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego, chociaż dynamika PKB wciąż kształtowała się na wysokich poziomach – oczekujemy, że średniorocznie wyniesie ona 4,2%. Uważamy, że konsumpcja prywatna pozostanie głównym czynnikiem wzrostu w latach 2019-2020, jednak oczekujemy zmniejszenia jej dynamiki. Przyczyni się do tego oczekiwana przez nas niższa dynamika nominalnych wynagrodzeń będąca efektem m.in. wygasającego wpływu podwyżek płac w sektorze publicznym w 2018 r. oraz niższego wzrostu płacy minimalnej w 2019 r. Częściowo wpływ ten będzie kompensowany przez podwyżki emerytur w 2019 r. Uważamy, że w latach 2019-2020 wkład inwestycji do wzrostu PKB zwiększy się, jednak będzie to skutek oddziaływania przede wszystkim efektów niskiej bazy – w okresie I-III kw. br. nakłady brutto na środki trwałe spadły w ujęciu rocznym o średnio 1,1%. Relatywnie szybki wzrost popytu krajowego przy ograniczonej dynamice eksportu będzie oddziaływał w kierunku spadku wkładu eksportu netto do PKB oraz narastania deficytu na rachunku obrotów bieżących w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, prognozujemy, że tempo wzrostu PKB wyniesie 3,5% w 2019 r. i 3,2% w 2020 r.

Przez większą część 2018 r. inflacja kształtowała się na podwyższonym poziomie (przeciętnie 4,9% r/r w okresie styczeń-październik br.). W kierunku wzrostu inflacji w tym okresie oddziaływało nałożenie się kilku szoków podażowych (podwyżki cen energii i akcyzy na paliwa, jak również wzrost cen ropy naftowej i przetworzonej żywności). Wraz z wygasaniem tych efektów inflacja będzie stopniowo obniżała się w kolejnych miesiącach. Wsparciem dla naszej oceny są listopadowe dane, zgodnie z którymi inflacja spadła wyraźnie do 3,4% r/r, kształtując się tym samym poniżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień (3,5%) od celu inflacyjnego (2,5%). Biorąc pod uwagę niską oczekiwaną inflację w strefie euro, obniżającą się presję płacową, efekty wysokiej bazy oraz brak zmian w polityce fiskalnej mających istotny wpływ na kształtowanie się cen, prognozujemy, że inflacja w Rumunii wyniesie 3,0% r/r w 2019 r. i 2,6% w 2020 r.

Uważamy, że Narodowy Bank Rumunii (NBR) traktuje cel inflacyjny w sposób przedziałowy (1,5%-3,5%), nie punktowy. Tym samym w przypadku realizacji scenariusza inflacyjnego zarysowanego powyżej, oczekujemy, że NBR nie podniesie stóp procentowych przed IV kw. 2019 r. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że o ile w ostatnim cyklu zacieśniania polityki pieniężnej (realizowanym w I poł. br.) stopy procentowe NBR zostały podniesione tylko o 75 pb, to rzeczywista skala zaostrzenia polityki pieniężnej była o wiele większa – stopy na rynku międzybankowym (ROBOR) zwiększyły się o ponad 200 pb od

połowy 2017 r. Kolejnym argumentem przeciwko podwyżkom stóp procentowych jest obserwowany w ostatnich dwóch kwartałach spadek inwestycji i oczekiwany ich ograniczony wzrost w kolejnych kwartałach. Uważamy, że w horyzoncie naszej prognozy NBR dwukrotnie podniesie stopy procentowe o 25 pb (w IV kw. 2019 r. i III kw. 2020 r.). Materializacja takiego scenariusza będzie zgodna z naszymi oczekiwaniami dotyczącymi kształtu polityki pieniężnej w strefie euro. Ze względu na ograniczoną skalę podwyżek stóp w Rumunii oraz interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON będzie kształtował się w przedziale 4,66-4,72 do końca 2020 r.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Rumunii										
	2018	2019	2020							
<b>Tempo wzrostu PKB (% r/r)</b>	4,2	3,5	3,2	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>			2018	2019	2020	
				4,6	3,0	2,6				
	gru 18	mar 19	cze 19	wrz 19	gru 19	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20	
<b>Stopa procentowa NBR (%)</b>	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	2,75	2,75	3,00	3,00	
<b>EURRON</b>	4,66	4,70	4,70	4,70	4,70	4,72	4,72	4,72	4,72	

Źródło: Credit Agricole

## Czechy

Na tle innych krajów regionu Czechy wyróżniają się najniższą stopą bezrobocia – w październiku br. ukształtowała się ona na poziomie 2,2%. Ograniczenia podażowe (trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników) będą jednym z głównych czynników hamujących wzrost PKB w latach 2019-2020. Oczekujemy, że głównym motorem wzrostu gospodarczego w horyzoncie prognozy pozostanie spożycie prywatne. Uważamy, że napięcia na rynku pracy będą oddziaływały w kierunku zwiększenia presji płacowej. Dochody gospodarstw domowych w 2019 r. będą wspierane również przez wzrost płacy minimalnej oraz podwyżki emerytur. Uważamy, że ograniczone możliwości dalszego zwiększenia zatrudnienia będą przyczyniać się do wzrostu inwestycji, których celem będzie zmiana techniki produkcji z pracochłonnej na kapitałochłonną. Ponadto, w kierunku wzrostu nakładów brutto na środki trwałe będą oddziaływały również wyższe inwestycje publiczne związane z absorpcją środków unijnych. W przypadku Czech będziemy obserwowali podobną tendencję w zakresie kontrybucji eksportu netto do wzrostu PKB jak w innych krajach regionu – będzie się ona kształtowała poniżej zera w najbliższych kwartałach. Negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego w horyzoncie prognozy będzie również oddziaływało zacieśnienie polityki pieniężnej zrealizowane przez Narodowy Bank Czech (CNB) w ostatnich kwartałach. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w Czechach wyniesie 3,1% r/r w 2019 r. i 3,0% w 2020 r.

Oczekujemy, że inflacja bazowa w kolejnych kwartałach będzie wspierana przez szybki wzrost płac. Z kolei głównym czynnikiem antyinflacyjnym w 2019 r. będzie obniżająca się dynamika cen paliw. Niskie tempo wzrostu cen importowanych, jak również łagodna aprecjacja kursu korony wspierana przez zacieśnianie polityki pieniężnej przez CNB będą czynnikami hamującymi wzrost inflacji. W rezultacie oczekujemy, że w kolejnych kwartałach inflacja ogółem będzie się kształtowała blisko obecnie obserwowanych poziomów (2,0% r/r w listopadzie) i wyniesie średniorocznie 2,4% w 2019 r. i 2,0% w 2020 r.

Od III kw. 2017 r. CNB stopniowo normalizował politykę pieniężną, łącznie siedmiokrotnie podnosząc stopy procentowe do obecnego poziomu równego 1,75%. Zgodnie z przedstawioną w listopadowym raporcie o inflacji prognozą 3-miesięcznej stawki PRIBOR, CNB nie będzie podnosił stóp procentowych do końca 2019 r. Uważamy, że kluczowe dla przyszłych decyzji w polityce pieniężnej będzie kształtowanie się kursu EURCZK. Nasza prognoza kursu EURCZK w 2019 r. kształtuje się powyżej oczekiwań CNB przedstawionych w listopadowej projekcji. Wśród czynników ograniczających aprecjację kursu czeskiej waluty w kolejnych kwartałach można wymienić podwyższoną awersję do ryzyka na



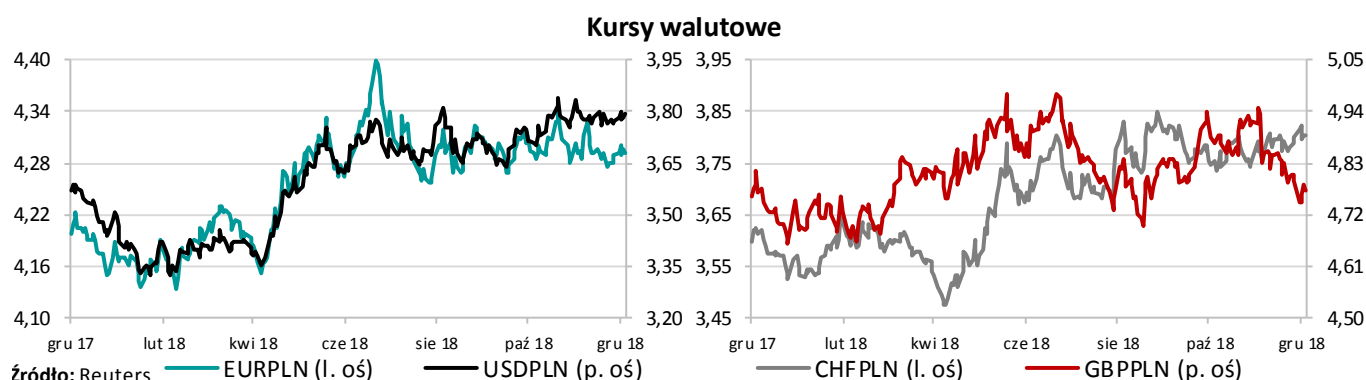
światowych rynkach związaną z rosnącym protekcjonizmem w handlu zagranicznym oraz presją na waluty gospodarek wschodzących związaną z oczekiwaną przez nas większą skalą zacieśniania polityki pieniężnej w USA w 2019 r. niż obecnie wyceniają rynki finansowe (75 pb wobec 25 pb). Potencjał korony do umocnienia będzie również ograniczany przez stopniowe zamykanie długich pozycji walutowych, otwartych w związku z oczekiwaną aprecjacją korony po upłynięciu jej kursu w 2017 r.

W rezultacie uważamy, że zakładane w projekcji umocnienie korony począwszy od I kw. 2019 r. nie zmaterializuje się w skali przewidywanej przez bank centralny, co skłoni CNB do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. W scenariuszu bazowym oczekujemy, że CNB podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2019 r. (w maju i listopadzie) do 2,25% na koniec roku. Ta prognoza jest spójna z naszym scenariuszem dotyczącym polityki pieniężnej EBC (podwyżka stopy depozytowej łącznie o 40 pb w II poł. 2019 r. i głównej stopy procentowej o 25 pb w IV kw. 2019 r.). Uważamy, że decyzje podejmowane przez EBC będą miały istotny wpływ na politykę pieniężną w Czechach. Prognozujemy, że w 2020 r. CNB tylko raz podniesie stopy procentowe o 25 pb (do 2,50% w III kw.). Stopniowe zacieśnienie polityki pieniężnej w Czechach będzie oddziaływało w kierunku łagodnego umocnienia kursu korony względem euro (kurs EURCZK równy 24,90 na koniec 2019 r. i 24,50 na koniec 2020r.).

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Czechach												
	2018	2019	2020							2018	2019	2020
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	2,9	3,1	3,0	Inflacja CPI (% r/r)						2,2	2,4	2,0
	gru 18	mar 19	cze 19	wrz 19	gru 19	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20			
2-tyg. stopa REPO CNB (%)	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25	2,50	2,50			
EURCZK	25,75	25,20	25,15	25,00	24,90	24,75	24,60	24,50	24,50			

Źródło: Credit Agricole

## Krajowe dane pozytywne dla złotego

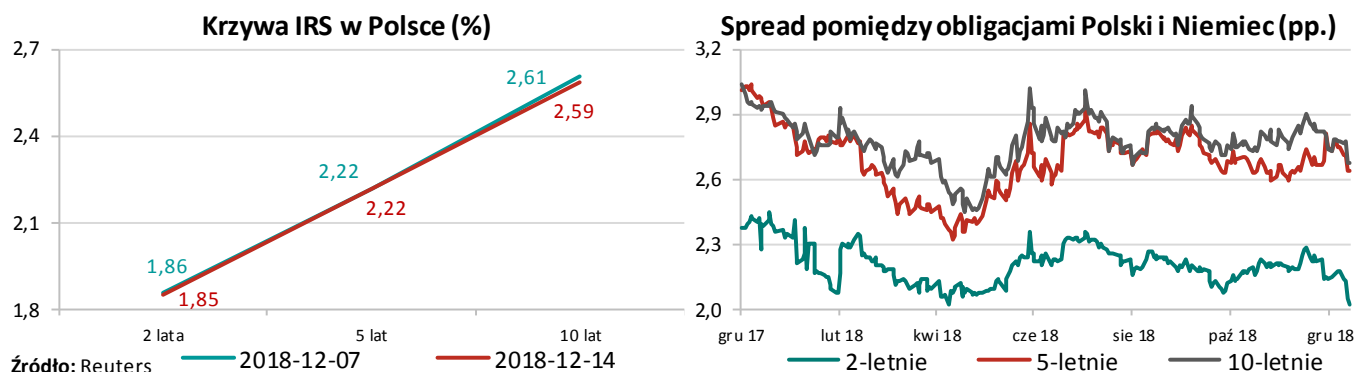


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,29 (tyle samo co dwa tygodnie temu). W ubiegłym tygodniu pomimo licznych wydarzeń kurs złotego był relatywnie stabilny i kształtował się w przedziale 4,28-4,30 za euro. W kierunku jego osłabienia oddziaływała niepewność związana z dalszym rozwojem wydarzeń dotyczących wyjścia Wielkiej Brytanii z UE oraz konferencja po posiedzeniu EBC, której wydźwięk był mniej gołębi od oczekiwań inwestorów. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływały słabsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury w strefie euro. Na uwagę zasługuje ubiegłotygodniowa aprecjacja złotego względem funta brytyjskiego (o 0,4%), związana z brakiem wyraźnych postępów w procedurze *Brexitu*.

W tym tygodniu istotne dla kursu złotego będą krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Uważamy, że będą one oddziaływały w kierunku umocnienia złotego. W kierunku

podwyższonej zmienności kursu EURPLN może oddziaływać konferencja po śródownym posiedzeniu FOMC. Dane z rynku pracy w Polsce nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Neutralne dla złotego będą naszym zdaniem również dane z USA (finalny szacunek PKB, wyniki badań koniunktury i dane o rynku nieruchomości), jak również publikacja indeksu Ifo w Niemczech i inflacji w strefie euro.

## Posiedzenie FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,85 (spadek o 1pb), 5-letnie do poziomu 2,215 (spadek o 1pb), a 10-letnie do 2,585 (spadek o 2pb). Podobnie jak w przypadku kursu złotego, w ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z relatywną stabilizacją stawek IRS. Konferencja po posiedzeniu EBC, wypowiedzi niektórych członków RPP, publikacja danych o listopadowej inflacji w Polsce, jak również innych danych zza granicy nie miały istotnego wpływu na kształtowanie się stawek IRS. W piątek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2019 r. za 4,4 mld zł i sprzedało obligacje o 3-, 6- i 10-letnich terminach zapadalności za 4,4 mld zł. Aukcja nie miała istotnego wpływu na stawki IRS. Warto zwrócić uwagę, że w środę spready pomiędzy polskimi i niemieckimi obligacjami znacząco obniżyły się (o ok. 10 pb). Było to następstwem informacji, że rząd Włoch ma zaproponować budżet ze znacząco niższym od oczekiwań deficytem. W rezultacie doszło do obniżenia awersji do ryzyka, zwiększenia cen włoskiego długu i wzrostu rentowności niemieckich obligacji.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce. W przypadku materializacji naszych prognoz będą one pozytywne dla stawek IRS. Do podwyższonej zmienności stawek IRS może przyczynić się konferencja po śródownym posiedzeniu FOMC. Ograniczony wpływ na krzywą dochodowości będą miały również liczne dane z USA, publikacja inflacji w strefie euro, indeksu Ifo w Niemczech oraz danych z rynku pracy w Polsce.

## 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	<b>4,29</b>
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	<b>3,76</b>
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	<b>3,73</b>
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	1,3	
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	<b>0,7</b>	
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	<b>4,5</b>	
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	<b>3,3</b>	
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	<b>8,0</b>	
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	<b>7,1</b>	
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	<b>3,0</b>	
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	<b>5,7</b>	
Saldo ROB (mIn EUR)	95	-1354	2289	-792	-914	291	495	-200	-750	-582	-547	-457		
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	10,2		
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	15,7		

\* 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 rolnictwem (% 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 cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 17.12.2018r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Listopad	2,0	2,0	2,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	23,3	22,0	20,6
<b>Wtorek 18.12.2018r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	102,0	101,8	101,7
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1228	1222	1230
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1265	1257	1260
<b>Środa 19.12.2018r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>7,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,6</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	5,22	5,19	5,20
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	2,25	2,50	2,50
<b>Czwartek 20.12.2018r.</b>						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Październik	16,9		
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	0,75	0,75	0,75
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Grudzień</b>			
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	12,9	17,0	15,0
<b>Piątek 21.12.2018r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Sprzedaż detaliczna (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>9,7</b>	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Listopad</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	3,5	3,5	3,5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	-4,3	1,0	1,7
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	97,5	97,0	97,5
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	-3,9		-4,3
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,4	0,3	

\* 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