W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC**. Oczekujemy, że FED obniży docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 25 pb do [1,75; 2,00%]. Uważamy, że podczas konferencji po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell najprawdopodobniej nie powtórzy swojej deklaracji z poprzedniego posiedzenia, zgodnie z którą lipcowa obniżka stóp procentowych przez FED nie oznaczała rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki monetarnej w USA. Niemniej uważamy, że J. Powell po raz kolejny zapewni, że FED będzie podejmował odpowiednie działania w celu podtrzymania ożywienia gospodarczego w USA, pozostawiając sobie w ten sposób przestrzeń do ewentualnych dalszych obniżek stóp procentowych. FED przedstawi także najnowsze projekcje ekonomiczne. Uważamy, że mediana oczekiwań dla stóp procentowych nieznacznie obniży się. Nie zakładamy natomiast istotnych zmian w przypadku prognozowanych ścieżek PKB, inflacji oraz bezrobocia. Będzie to spójne z oczekiwanym przez nas utrzymaniem retoryki FED, zgodnie z którą perspektywy gospodarcze w USA, mimo czynników ryzyka w dół, pozostają stabilne. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu FOMC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje wzrostu indeksu do -38,0 pkt. wobec -44,1 pkt. Uważamy, że dane nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W tym tygodniu poznamy liczne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w sierpniu o 0,3% m/m wobec spadku o 0,2% w lipcu, co wynikało z wyższej dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz górnictwie. Oczekujemy, że na nieznaczny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości wskażą dane dotyczące liczby rozpoczętych budów (1257 tys. w sierpniu wobec 1191 tys. w lipcu), nowych pozwoleń na budowę (1306 tys. wobec 1317 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,43 mln wobec 5,38 mln). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie sytuacji w przetwórstwie wskaże indeks Philadelphia FED, który zgodnie z konsensusem rynkowym zmniejszył się we wrześniu do 11,0 pkt. wobec 16,8 pkt. w sierpniu oraz wskaźnik NY Empire State (4,0 pkt. we wrześniu wobec 4,8 pkt. w sierpniu). Naszym zdaniem sumaryczny wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
- **W środę poznamy sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 2,7% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się naszym zdaniem do 7,0% r/r w sierpniu wobec 7,4% w lipcu. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane o sierpniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,1% r/r wobec 5,8% w lipcu, co związane było z efektem statystycznym w postacie niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, a także innym niż w ubiegłym roku rozkładem urlopów w fabrykach samochodów. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (1,7%), tym samym jej realizacja może doprowadzić do osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **W piątek poznamy dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że jej nominalna dynamika obniżyła się w sierpniu do 6,3% r/r wobec 7,4% w lipcu, do czego przyczyniły się efekty wysokiej bazy sprzed roku w kategoriach „żywność" oraz „meble, rtv, agd", a także niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej ograniczany był natomiast przez utrzymujące się bardzo dobre nastroje konsumenckie. Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu rynkowego (6,5%), tym samym uważamy, że w przypadku

jej realizacji dane będą neutralne dla złotego oraz rentowności polskich obligacji.

- **Dzisiaj rano poznaliśmy istotne dane z Chin.** Miesięczne dane nt. produkcji przemysłowej (4,4% r/r w sierpniu wobec 4,8% w lipcu przy oczekiwaniach równych 5,2%), sprzedaży detalicznej (7,5% wobec 7,6%; 7,9%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (5,5% wobec 5,7%; 5,6%) wskazały na spadek aktywności gospodarczej w Chinach. Zgodnie z komunikatem chińskiego urzędu statystycznego wyraźne obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej w sierpniu było efektem tajfunów, jakie nawiedziły Chiny, oraz mniejszej liczby dni roboczych. W Chinach opublikowane zostały także dane nt. stopy bezrobocia (5,2% w sierpniu wobec 5,3% w lipcu) oraz sprzedaży w usługach (6,3% r/r w sierpniu wobec 5,9% w lipcu). Tym samym choć sektor przemysłowy pozostaje pod silnym negatywnym wpływem wojny handlowej na linii USA-Chiny oraz spowolnienia w światowym handlu, to sektor usług pełni obecnie stabilizującą rolę w chińskiej gospodarce. W konsekwencji uważamy, że spowolnienie wzrostu chińskiego PKB w III kw. będzie ograniczone i jego dynamika wyniesie 6,0% r/r w wobec 6,2% w II kw. Prognozujemy, że w całym 2019 r. dynamika chińskiego PKB obniży się do 6,2% wobec 6,6% w 2018 r., a w 2020 r. obniży się do 6,0%.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC obniżył stopę depozytową o 10pb do -0,50% i jednocześnie wprowadził rozwiązanie polegające na zróżnicowaniu (*tiering*) poziomu oprocentowania (względem ujemnej stopy depozytowej), jakim obciążane są banki komercyjne przy lokowaniu środków w banku centralnym. Zgodnie z ogłoszonym rozwiązaniem środki nieprzekraczające poziomu sześciokrotności indywidualnej rezerwy obowiązkowej, które utrzymywane są przez poszczególne banki na rachunku bieżącym w EBC będą oprocentowane na poziomie 0,0%, podczas gdy środki powyżej tego pułapu lokowane w EBC będą oprocentowane na poziomie stopy depozytowej (-0,5%). Rozwiązanie to poprawi sytuację banków komercyjnych efektywnie podnosząc oprocentowanie środków utrzymywanych przez nie w banku centralnym. Jest ono neutralne dla stopy procentowej na rynku międzybankowym (banki w lokowaniu depozytów na rynku międzybankowym nie będą uwzględniały średniego oprocentowania swoich środków w EBC lecz krańcowe oprocentowanie, które obecnie wynosi -0,5%), a w konsekwencji nie wpływa na wysokość ustalanego na ich podstawie oprocentowania kredytów. Co więcej, EBC zaznaczył, że w przyszłości może modyfikować pułap środków lokowanych przez banki komercyjne oprocentowanych preferencyjnie. Warto przy tym zauważyć, że stosując *tiering* EBC stwarza sobie przestrzeń do dalszych obniżek stopy depozytowej. Wsparcie dla takiej oceny stanowi zmiana fragmentu dotycząca perspektyw kształtowania się stóp procentowych w strefie euro (*forward guidance*). Obecnie EBC oczekuje, że „podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki Rada nie stwierdzi, że perspektywy inflacji w horyzoncie czasowym jej projekcji wyraźnie zbliżają się do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%, oraz że zbliżenie to konsekwentnie odzwierciedla się w dynamice inflacji bazowej.” Wcześniej Rada Prezesów oczekiwała, że „podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie przynajmniej do pierwszego półrocza 2020, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do zapewnienia dalszego stabilnego zbliżania się inflacji do docelowego poziomu w średnim okresie.” Zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC na ubiegłotygodniowym posiedzeniu ogłosił także uruchomienie w listopadzie kolejnej rundy luzowania ilościowego (QE2) w wysokości 20 mld EUR miesięcznie. Skala programu jest mniejsza od naszych oczekiwań (50 mld), niemniej EBC nie przedstawił jego limitu czasowego wskazując, że potrwa on „tak długo jak będzie to konieczne”. Szacujemy, że przy zachowaniu bieżących parametrów i zasad programu luzowania ilościowego (limitów emitenta oraz zaangażowania w poszczególne papiery dłużne) aktywów nadających się do zakupu przez EBC starczy

maksymalnie na kilkanaście miesięcy. Warto zwrócić uwagę także na przemówienie prezesa EBC M. Draghiego otwierające konferencję prasową po posiedzeniu. Wezwał w nim kraje strefy euro do rozluźnienia polityki fiskalnej w warunkach pogarszających się perspektyw gospodarczych. Jest to radykalna zmiana stanowiska EBC, który do tej pory wzywał kraje obszaru wspólnej waluty do reform finansów publicznych i ograniczania deficytu strukturalnego. W naszej ocenie wskazuje to, że EBC dostrzega słabnącą efektywność polityki pieniężnej jako narzędzia stymulacji wzrostu gospodarczego w warunkach ujemnych stóp procentowych. W czwartek w reakcji na komunikat po posiedzeniu EBC oraz późniejszą konferencję prasową mieliśmy do czynienia z bardzo wysoką zmiennością kursu EURUSD. Początkowo doszło do osłabienia euro względem dolara w reakcji na publikację komunikatu wskazującego na silne łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro. Wystąpienie M. Draghiego, w którym wezwał kraje strefy euro do rozluźnienia polityki fiskalnej, a także jego wypowiedź, w której zasygnalizował, że decyzja o złagodzeniu polityki pieniężnej nie była jednomyślna doprowadziło natomiast do umocnienia euro względem dolara. Podobny ruch widoczny był w przypadku niemieckich obligacji, gdzie początkowo doszło do spadku rentowności, lecz w trakcie konferencji prasowej doszło do ich silnego wzrostu. Oczekujemy, że w grudniu br. oraz prawdopodobnie w marcu 2020 r. EBC dokona kolejnych obniżek stopy depozytowej. Co więcej, uważamy, że w 2020 r. EBC wprowadzi zmiany w zasadach, na podstawie których prowadzony jest program luzowania ilościowego ze względu na wyczerpujące sią aktywa będące przedmiotem skupu. Jednocześnie oczekujemy, że program potrwa do końca 2021 r.

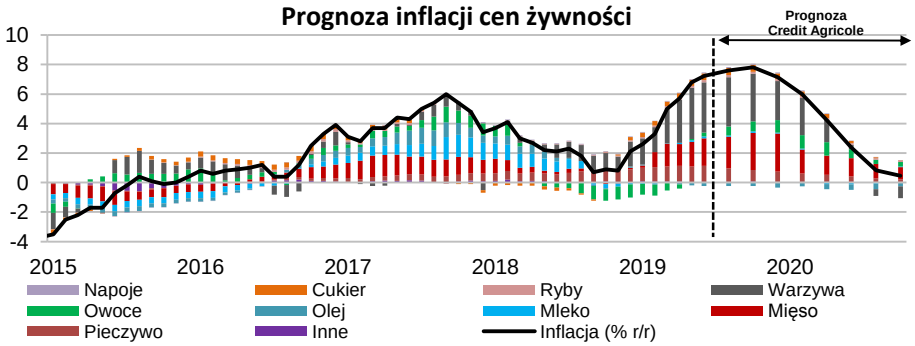
- **W ubiegłym tygodniu doszło do nieznacznej deeskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny.** W środę Chiny opublikowały listę 16 grup towarowych obejmujących m.in. tłuszcze, serwatkę, wybrane pasze oraz smary, które przez najbliższy rok będą zwolnione z podwyższonych ceł. W reakcji na ustępstwo Chin, prezydent USA D. Trump ogłosił w środę wieczorem, że przesunie planowaną podwyżkę ceł z 25% na 30% na towary z Chin o wartości 250 mld USD z 1 października na 15 października. Jednocześnie ogłosił, że Chiny wznowią zakupy amerykańskich produktów rolnych. Tym samym w obliczu planowanej na początek października kolejnej próby negocjacji pomiędzy USA i Chinami zwiększyło to nadzieje uczestników rynku, że zapowiedziane przez USA podwyżki ceł ostatecznie nie zostaną wprowadzone. W konsekwencji, w reakcji na deklaracje USA i Chin doszło do umocnienia juana względem dolara oraz dolara względem euro. W naszym scenariuszu bazowym nie oczekujemy aby w najbliższym czasie miała nastąpić deeskalacja wojny handlowej na linii USA-Chiny. Jednocześnie uważamy, że Chiny ze względu na straty związane z ASF w ograniczonym stopniu będą w stanie spełnić oczekiwania USA co do importu artykułów rolno-spożywczych. Choć z jednej strony można oczekiwać zwiększonego importu amerykańskiej wieprzowiny, to z drugiej strony znacząco obniżyło się zapotrzebowanie Chin na amerykańską soję, kukurydzę, serwatkę oraz inne produkty wykorzystywane w żywieniu świń ze względu na bardzo silny spadek pogłowia trzody chlewnej. Uważamy, że dalsze pogorszenie relacji handlowych pomiędzy tymi krajami nie jest w pełni wyceniane przez rynek. W konsekwencji widzimy przestrzeń do wzrostu kursów USDCNY oraz EURUSD. Jest to spójne z naszymi prognozami USDCNY oraz EURUSD na koniec 2019 r. (odpowiednio 7,15 oraz 1,14).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Inflacja CPI zmniejszyła się w sierpniu do 1,7% r/r wobec 1,8% w lipcu (0,1% m/m w sierpniu wobec 0,3% w lipcu), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (1,8%). Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen nośników energii i żywności, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa inflacja bazowa, która zwiększyła się w sierpniu do 2,4% r/r wobec 2,2% w lipcu (0,3% m/m zarówno w lipcu jak i sierpniu). Warto przy tym zauważyć, że inflacja bazowa ukształtowała się powyżej oczekiwań rynku (2,3% r/r) i osiągnęła najwyższy poziom od września 2008 r. Wzrost inflacji bazowej wynikał z wyższej dynamiki cen w kategoriach „zdrowie", „transport" (wyższe cen biletów lotniczych oraz samochodów używanych) oraz „rekreacja". W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. nominalnej sprzedaży detalicznej, której dynamika obniżyła się w sierpniu do 0,4% m/m wobec 0,8% w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,2%). Bez

uwzględnienia samochodów, dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się w sierpniu do 0,0% m/m wobec 1,0% w lipcu. Było to efektem niższej dynamiki sprzedaży w większości kategorii. Na poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się we wrześniu do 92,0 pkt. wobec 89,8 pkt. w sierpniu. Jego wzrost wynikał z wyższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z USA są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą w sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB nie zmieni się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniesie 2,0%.

- **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 odnotowała również, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Rada oceniła, że wzrosła jednak niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą i jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Rada przedstawiła również oczekiwania, że inflacja - po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego" (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Konferencja po posiedzeniu RPP została zdominowana przez temat zapowiedzianego w weekend przez Prawo i Sprawiedliwość silnego wzrostu płacy minimalnej z 2250 zł obecnie do 4000 zł w 2023 r. W ocenie prezesa NBP A. Glapińskiego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej (lata 2019-2021) wzrost płacy minimalnej w zapowiedzianej skali doprowadzi do nieznacznego podniesienia ścieżki inflacji (ok. 0,1 pp. w 2020 r. i 2021 r.), podczas gdy będzie on neutralny dla ścieżki PKB. Jednocześnie A. Glapiński zaznaczył, że zapowiedź silnych podwyżek minimalnego wynagrodzenia nie przyczyniła się do zaostrzenia nastawienia w polityce pieniężnej członków RPP, którzy w ostatnim czasie charakteryzowali jastrzębim nastawieniem w polityce monetarnej (por. MAKROpuls z 11.09.2019). Wypowiedzi A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się co najmniej do końca 2020 r.
- **Inflacja CPI w Polsce nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 2,9%, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej wstępnego szacunku GUS równego konsensusowi rynkowemu (2,8%).** Tym samym inflacja pozostała na najwyższym poziomie od października 2012 r. Na stabilizację inflacji w sierpniu złożyły się wyższa dynamika cen żywności (7,2% w sierpniu wobec 6,8% w lipcu), niższa dynamika cen paliw (-0,4% r/r w sierpniu wobec 0,7% w lipcu) oraz nośników energii (-1,4% r/r w sierpniu wobec -1,0% w lipcu), a także stabilizacja inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 2,2% r/r (por. MAKROpuls z 13.09.2019). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie kształtowała się w trendzie wzrostowym i w I kw. 2020 r. wyniesie 3,4% r/r, osiągając swoje maksimum lokalne. Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku zwiększenia inflacji będzie prognozowana przez nas wyższa inflacja bazowa oraz wzrost dynamiki cen żywności (patrz poniżej), podczas gdy przeciwny wpływ będzie miał spadek dynamiki cen paliw. Na początku 2020 r. do zwiększenia inflacji dodatkowo przyczyni się prognozowana przez nas wyższa dynamika cen nośników energii, podczas gdy coraz wolniejsze tempo wzrostu cen żywności będzie miało przeciwny efekt.
- **W lipcu odnotowano deficyt na rachunków obrotów bieżących w Polsce w wysokości 814 mln EUR wobec nadwyżki w wysokości 21 mln EUR w czerwcu.** Tym samym jest to pierwszy deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących od lutego br. Obniżenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów pierwotnych (odpowiednio o 299 mln EUR, 112 mln EUR oraz 492 mln EUR niższe niż w czerwcu), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo dochodów wtórnych (o 68 mln EUR wyższe niż w czerwcu). Dynamika eksportu zwiększyła się w lipcu do 8,8% r/r wobec -1,6% w czerwcu, a

dynamika importu wzrosła do 9,5% r/r wobec -3,1%, do czego w znacznym stopniu przyczynił się efekt w postaci korzystnej liczby dni roboczych. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się do 0,0% w III kw. wobec -0,1% w II kw.

To nie koniec wzrostu cen żywności



Źródło: Credit Agricole

W ubiegłym tygodniu zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. MAKROmapa z 09.09.2019). Największe zmiany zaszły w naszym scenariuszu inflacji w Polsce, co w znacznym stopniu było efektem założonej przez nas wyższej dynamiki cen żywności. Poniżej prezentujemy opis naszej zrewidowanej ścieżki cen żywności.

Głównym czynnikiem, który zadecydował o rewizji naszej ścieżki cen żywności jest tegoroczna susza. Początkowo zakładaliśmy, że warunki agrometeorologiczne w 2019 r. ukształtują się na poziomie zbliżonym do średniej wieloletniej. W efekcie oczekiwaliśmy, że w II poł. 2019 r., ze względu na efekty wysokiej bazy sprzed roku dynamika cen żywności w kategoriach dotkniętych ubiegłoroczną suszą zacznie kształtować się w wyraźnym trendzie spadkowym.

Uważamy, że najsilniejszy efekt tegorocznej suszy będzie widoczny w przypadku cen warzyw, których zbiory zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS będą o 9% niższe niż te bardzo słabe ubiegłoroczne. Co więcej, susza wystąpiła na przeważającym obszarze UE, a tym samym możliwości importu tańszych warzyw z zagranicy będą ograniczone. W konsekwencji uważamy, że choć w kolejnych kwartałach tempo wzrostu cen w tej kategorii spowolni ze względu na efekty wysokiej bazy sprzed roku, to utrzyma się ono na podwyższonym poziomie przynajmniej do kolejnych zbiorów. W przypadku gdy ukształtują się one na poziomie średniej wieloletniej pod koniec 2020 r. oczekujemy deflacji cen warzyw.

Susza miała także silny negatywny wpływ na tegoroczne zbiory owoców. W efekcie, uwzględniając również wiosenne przymrozki oraz mniejsze plonowanie ze względu na ubiegłoroczne rekordowe owocowanie, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS zbiory owoców w 2019 r. będą o 24% niższe w ujęciu rocznym. Tym samym biorąc pod uwagę efekty niskiej bazy sprzed roku związane z rekordowymi zbiorami w kolejnych miesiącach oczekujemy silnego wzrostu dynamiki cen w tej kategorii.

Choć mimo suszy szacunki GUS wskazują na niewielki wzrost krajowej produkcji zbóż w 2019 r., to pozostanie ona poniżej średniej wieloletniej. W konsekwencji uwzględniając sytuację na światowym rynku zbóż, rosnące koszty pracy oraz wzrost cen energii uważamy, że prognozowany przez nas spadek dynamiki cen w kategorii „pieczywo i produkty zbożowe" będzie wolniejszy od naszych wcześniejszych oczekiwań.

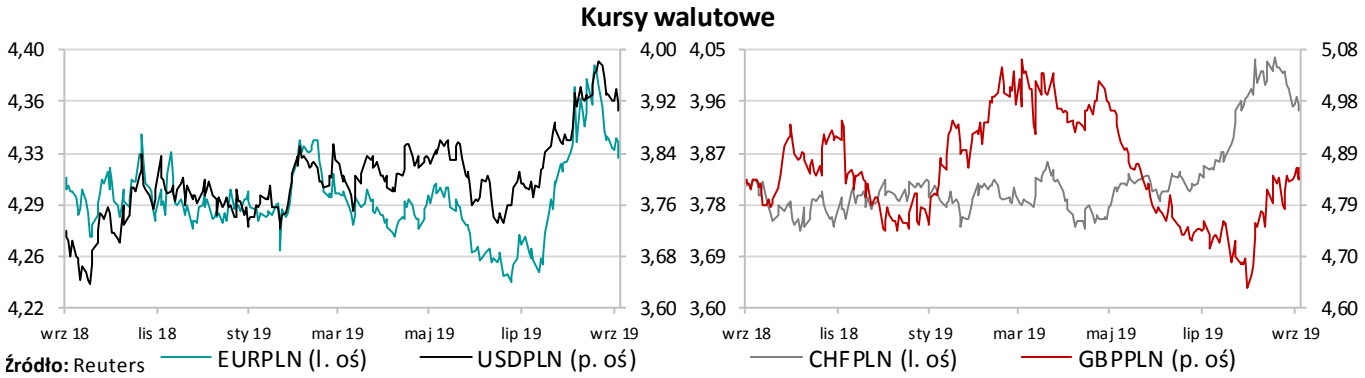
Susza znalazła także odzwierciedlenie w obniżeniu produkcji mleka w UE, co doprowadziło do spowolnienia spadku światowych cen produktów mlecznych. W naszym wcześniejszym scenariuszu zakładaliśmy wyraźne ożywienie unijnej produkcji mleka po słabym ubiegłorocznym sezonie. Obecnie

uwaga rynku w coraz większym stopniu skupiona będzie na Nowej Zelandii, gdzie bardzo dobrze rozpoczął się sezon 2019/2020 (sezon mleczny w Nowej Zelandii trwa od czerwca do maja kolejnego roku). W przypadku utrzymania korzystnych warunków agrometeorologicznych w tym kraju, w kolejnych miesiącach oczekujemy przyspieszenia spadku cen produktów mlecznych na światowym rynku i obniżenia dynamiki krajowych cen w kategoriach „mleko sery i jaja" oraz „oleje i tłuszcze".

Dodatkowym czynnikiem, który skłonił nas do rewizji naszej ścieżki żywności jest przebieg ASF w Chinach. W ostatnich miesiącach wzrost krajowych cen wieprzowiny spowolnił, co było w naszej ocenie związane z przejściowym wzrostem podaży wieprzowiny w Chinach pochodzącej z uwalnianych zapasów oraz gospodarstw, które w obawie przed ASF likwidowały produkcję. Naszym zdaniem obecnie bufor ten się wyczerpuje i kolejne miesiące przyniosą silne ożywienie chińskiego importu wieprzowiny. Będzie to oddziaływało w kierunku dalszego wzrostu dynamiki krajowych cen wieprzowiny. Wyższe ceny wieprzowiny będą sprzyjały także wzrostowi pozostałych gatunków mięsa, w szczególności drobiu.

W konsekwencji, uwzględniając przedstawione wyżej tendencje na poszczególnych rynkach żywności, obecnie oczekujemy, że inflacja żywności osiągnie swoje maksimum lokalne w IV kw. br., wspierana przez wzrost dynamiki cen mięsa oraz owoców. W 2020 r. prognozujemy stopniowe obniżenie inflacji żywności do 0,7% r/r w IV kw. ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed roku. Najsilniejszego spadku dynamiki cen oczekujemy w przypadku warzyw, mięsa, a w II poł. 2020 r. również owoców.

Dane o krajowej produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego



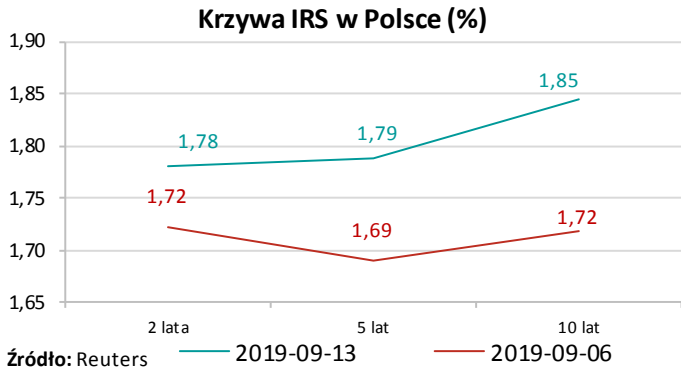
Źródło: Reuters

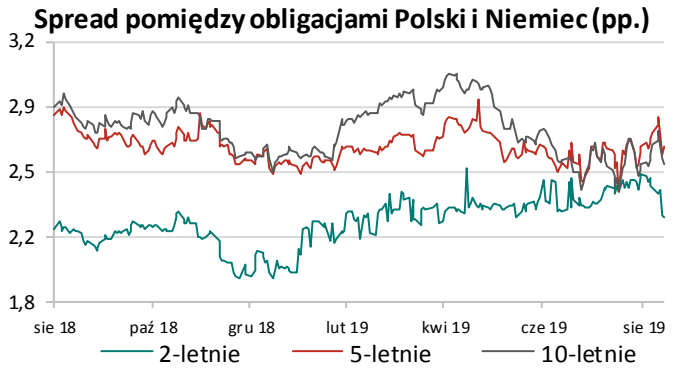
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3253 (umocnienie złotego o 0,3%). Od poniedziałku do czwartku złoty charakteryzował się niską zmiennością, mimo spadku globalnej awersji do ryzyka związanej z deeskalacją wojny handlowej na linii USA-Chiny. Naszym zdaniem w znacznym stopniu było to związane z utrzymującą się niepewnością wśród inwestorów przez czwartkowym posiedzenie EBC. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w czwartek mieliśmy do czynienia z wysoką zmiennością kursu EURPLN w reakcji na mieszany wydźwięk nastawienia EBC (patrz powyżej). W piątek złoty oraz inne waluty regionu zyskiwały na wartości wraz z dalszym spadkiem globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej obniżeniem indeksu VIX. Ze względu na wyższy apetyt na ryzykowne aktywa złoty umocnił się także względem dolara (o 0,7%) oraz franka szwajcarskiego (1,0%). Złoty osłabił się natomiast względem funta brytyjskiego, który wyraźnie zyskiwał względem euro wraz z obniżającym się ryzykiem wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy.

Początek tygodnia może przynieść osłabienie złotego ze względu na wzrost globalnej awersji do ryzyka, po tym jak w sobotę rano w wyniku ataku przy użyciu dronów uszkodzona została rafineria Abqaiq w

Arabii Saudyjskiej, odpowiadająca za ok. 5% światowej podaży ropy naftowej. Stany Zjednoczone oskarżają o atak Iran, co oddziałuje w kierunku narastania napięcia w regionie. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane o produkcji przemysłowej w Polsce, które mogą przyczynić się do jego osłabienia. Pozostałe krajowe dane (sprzedaż detaliczna oraz zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Uważamy, że zaplanowane na środę posiedzenie FOMC będzie oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego. Przewidziane na ten tydzień publikacje licznych danych z USA (produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeksy NY Empire State oraz Philadephia FED) oraz indeksu ZEW dla Niemiec nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na polską walutę.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku długu





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,72 (wzrost o 10pb), 5-letnie do 1,69 (wzrost o 18pb), a 10-letnie do 1,72 (wzrost o 20pb). Od poniedziałku do środy obserwowany był wzrost stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi, co było kontynuacją trendu obserwowanego dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 09.09.2019). W środę doszło do spadku stawek IRS, czemu sprzyjało obniżenie światowej awersji do ryzyka wraz z deeskalacją wojny handlowej na linii USA-Chiny. W czwartek stawki IRS powróciły do trendu wzrostowego, w którym pozostały do końca tygodnia, do czego przyczynił się mieszany wydźwięk stanowiska EBC (patrz powyżej).

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie FOMC, które może przyczynić się do podwyższonej zmienności stawek IRS. Uważamy, że publikacja danych o krajowej produkcji przemysłowej może sprzyjać spadkowi stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Pozostałe krajowe dane (sprzedaż detaliczna oraz zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), podobnie jak dane z USA (produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeksy NY Empire State oraz Philadephia FED) i indeks ZEW dla Niemiec będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na krzywą dochodowości.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19
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*	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	**4,32**
Kurs USDPLN*	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	**3,93**
Kurs CHFPLN*	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	**3,93**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	**2,2**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	**0,1**	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,6	**0,8**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	**6,3**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	**7,0**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	**2,7**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	**5,2**	
Saldo ROB (mln EUR)	-1005	-876	-405	343	-1126	2438	-718	116	720	874	21	-814		
Eksport (r/r, %, EUR)	8,9	-1,5	13,2	8,1	1,7	5,4	9,9	7,8	10,1	12,7	-1,6	8,8		
Import (r/r, %, EUR)	14,0	4,2	18,1	9,2	2,2	1,6	7,8	2,6	8,5	11,3	-3,1	9,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2019				2020				2018	2019	2020
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		4,7	4,5	4,3	4,0	3,8	3,7	3,2	3,2	5,1	4,4	3,5
Konsumpcja (%, r/r)		3,9	4,4	4,6	4,4	4,0	3,8	3,4	3,0	4,5	4,3	3,5
Inwestycje (%, r/r)		12,6	9,0	8,1	6,8	5,2	5,7	4,1	4,3	8,7	8,5	4,7
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		5,9	3,9	5,5	4,9	4,2	4,1	4,2	4,4	6,3	5,1	4,2
Import (ceny stałe, %, r/r)		5,0	4,3	5,9	5,0	7,0	5,9	5,2	4,8	7,1	5,1	5,7
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	2,5	2,7	2,2	2,5	2,2	2,0	1,5	2,6	2,5	2,0
	Inwestycje (pp.)	1,6	1,5	1,5	1,7	0,7	1,0	0,8	1,1	1,5	1,6	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,7	0,0	0,0	0,1	-1,3	-0,7	-0,4	-0,1	-0,2	0,2	-0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-1,3	-0,6	-0,1	-1,3
Stopa bezrobocia (%)**		5,9	5,3	5,2	5,6	5,8	5,2	5,1	5,5	5,8	5,6	5,5
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,1	0,1
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		7,1	7,0	7,3	7,5	7,3	7,0	6,8	7,0	7,2	7,2	7,0
Inflacja CPI (%)*		1,2	2,4	2,9	3,0	3,4	2,5	1,9	1,5	1,6	2,4	2,3
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
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**		4,30	4,24	4,32	4,32	4,32	4,32	4,29	4,27	4,29	4,32	4,27
USDPLN**		3,84	3,73	3,93	3,79	3,72	3,66	3,58	3,53	3,74	3,79	3,53

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 16.09.2019 r.				
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	7,6		7,9
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	4,8		5,2
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	5,7		5,6
14:00	**Polska**	**Inflacja bazowa (%r/r)**	**Sierpień**	**2,2**	**2,2**	**2,1**
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	4,8		4,0
		Wtorek 17.09.2019 r.				
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	-44,1		-38,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-0,2	0,3	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	77,5		77,6
		Środa 18.09.2019r.				
10:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)**	**Sierpień**	**2,7**	**2,7**	**2,7**
10:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)**	**Sierpień**	**7,4**	**7,0**	**6,7**
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	1,0		1,0
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1191	1257	1247
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1317	1306	1300
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	2,25	2,00	2,00
		Czwartek 19.09.2019 r.				
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	-0,75		-0,75
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Lipiec	18,4		
10:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (%r/r)**	**Sierpień**	**5,8**	**0,1**	**1,7**
10:00	**Polska**	**Inflacja PPI (%r/r)**	**Sierpień**	**0,6**	**0,8**	**0,8**
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Wrzesień	0,75	0,75	0,75
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	219		215
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	16,8		11,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Sierpień	5,42	5,43	5,38
		Piątek 20.09.2019 r.				
10:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (%r/r)**	**Sierpień**	**7,4**	**6,3**	**6,5**
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	-7,1		-7,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.
** Konsensus Reuters

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.