

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w III kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB zmniejszyła się do 4,3% r/r z 4,5% w II kw. W kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego oddziaływały niższe wkłady inwestycji i eksportu netto. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (4,1%), a więc jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 0,1% m/m wobec spadku o 0,3% we wrześniu ze względu na wzrost cen paliw. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła -0,4% m/m. Głównym czynnikiem ograniczającym wzrost produkcji był strajk w firmie General Motors. Prognozujemy, że inflacja CPI nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 1,7% r/r przy spadku inflacji bazowej do 2,3% r/r z 2,4% we wrześniu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony. W tym tygodniu oprócz publikacji makroekonomicznych zaplanowanych jest wiele wystąpień przedstawicieli FOMC (w tym J. Powella - prezesa FED). Uważamy, że wypowiedzi te potwierdzą sygnalizowaną na konferencji po październikowym posiedzeniu FOMC stabilizację stóp procentowych w USA w najbliższych miesiącach. Taki scenariusz jest spójny z oczekiwaniami rynkowymi a tym samym wspomniane wystąpienia powinny mieć ograniczony wpływ na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Oczekujemy, że indeks zwiększył się do -18,0 pkt. w listopadzie z -22,8 pkt. w październiku. W kierunku poprawy nastrojów rynkowych oddziaływały zmniejszenie napięć na linii USA-Chiny oraz spadek ryzyka *hard Brexitu*. Publikacja będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W czwartek opublikowane zostaną ważne dane z Chin.** Rynek oczekuje, że dane miesięczne wskażą na stabilizację rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w październiku. Zgodnie z konsensem produkcja przemysłowa zwiększyła się o 5,4% r/r w październiku wobec 5,8% we wrześniu, sprzedaż detaliczna wzrosła o 7,9% r/r wobec 7,8%, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 5,4% r/r. Naszym zdaniem publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W środę opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego we wrześniu.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 615 mln EUR wobec 606 mln EUR w sierpniu, co będzie wynikało ze zmniejszenia salda obrotów towarowych i salda transferów z UE. Prognozujemy, że ze względu na korzystne efekty kalendarzowe dynamika eksportu zwiększyła się we wrześniu do 9,0% r/r wobec 0,2% w sierpniu, a dynamika importu wzrosła do 7,7% r/r wobec -2,5%. Choć nasza prognoza salda na rachunku obrotów bieżących kształtuje się poniżej oczekiwań rynkowych (-225 mln EUR), to jej materializacja nie powinna mieć istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o październikowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy niewielkie ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w górę w porównaniu do wstępnego szacunku (2,6% r/r wobec 2,5% we wrześniu). Uważamy, że inflacja bazowa ukształtuje się na poziomie 2,4-2,5% r/r w październiku wobec 2,4% we wrześniu. Publikacja danych o inflacji będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w październiku do 45,6 pkt. wobec 47,8 pkt. we wrześniu.** Tym samym już dwunasty miesiąc z rzędu wskaźnik pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek indeksu PMI wynikał z niższych wkładów wszystkich jego składowych (dotyczących zatrudnienia, bieżącej produkcji, nowych zamówień ogółem, czasu dostaw i zapasów pozycji zakupionych). W rezultacie wskaźnik PMI osiągnął najniższą wartość od czerwca 2009 r. Na szczególną uwagę zasługuje coraz szybszy spadek nowych zamówień ogółem, w tym nowych zamówień eksportowych. Jest to zaskakujące w kontekście odnotowanej w październiku stabilizacji koniunktury w przetwórstwie przemysłowym w strefie euro, w tym w Niemczech. Jednocześnie koniunktura polskim przetwórstwie wygląda szczególnie niekorzystnie na tle innych krajów regionu (Czech i Węgier), gdzie odnotowano nieznaczny wzrost wskaźników PMI w październiku (por. MAKROmapa z 04.11.2019). Uważamy, że odnotowane w październiku wyraźne pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie, odbywające się w warunkach stabilizacji nastrojów w strefie euro, w tym w Niemczech, jak również innych krajów regionu, ma charakter obserwacji nietypowej i w listopadzie odnotujemy najprawdopodobniej lekki wzrost wskaźnika PMI w Polsce. Tym samym dane nie zmieniają naszej prognozy wzrostu gospodarczego w całym 2019 r. (4,4% r/r wobec 5,1% w 2018 r.).
- **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 – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Rada oceniła, że utrzymuje się jednocześnie niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą i jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Podobnie jak przed miesiącem, Rada oczekuje, 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.). Jednocześnie podczas konferencji członkowie RPP dodali, że oczekiwane lokalne maksimum dla inflacji na początku przyszłego roku wyniesie 3,5%. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały także wyniki najnowszej projekcji NBP. Ścieżka inflacji w latach 2019-2021 została zrewidowana lekko w górę w porównaniu z projekcją lipcową. W dół zrewidowana została natomiast ścieżka wzrostu PKB (por. MAKROpuls z 06.11.2019). Na konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP A. Głapiński zaznaczył, że najnowsza projekcja wspiera politykę utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie. Jednocześnie podtrzymał on swój pogląd, że stopy procentowe pozostaną najprawdopodobniej stabilne do końca kadencji Rady Polityki Pieniężnej (początek 2022 r.). Obecni na konferencji członkowie RPP R. Sura i Ł. Hardt również wskazali na wysokie prawdopodobieństwo utrzymywania się niezmiennych stóp procentowych w najbliższych kwartałach. Wypowiedzi członków Rady oraz wyniki najnowszej projekcji stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się co najmniej do końca 2020 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się we wrześniu o 0,6% m/m wobec wzrostu o 0,4% w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-0,4%). Zmniejszenie jej miesięcznej dynamiki wynikało z niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miał jej wzrost w budownictwie i energetyce. Zwiększyły się natomiast zamówienia w niemieckim przetwórstwie, których miesięczna dynamika wyniosła 1,3% we wrześniu wobec -0,4% w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,1%). Wzrost miesięcznej dynamiki zamówień

odnotowano zarówno w przypadku zamówień krajowych jak i zagranicznych. Warto przy tym odnotować, że zwiększenie zamówień zagranicznych było efektem wyższych zamówień spoza strefy euro, podczas gdy zamówienia ze strony krajów należących do obszaru wspólnej obniżyły się. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego saldo zwiększyło się we wrześniu do 19,2 mld wobec 18,7 mld w sierpniu, co było powyżej oczekiwań rynku (18,1 mld EUR). Jednocześnie dynamika niemieckiego eksportu wzrosła we wrześniu do 1,5% m/m wobec -0,9% w sierpniu, a dynamika importu do 1,3% wobec 0,1%. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy zakładającej spadek niemieckiego PKB w III kw. o 0,1% kw/kw, a więc wystąpienia w Niemczech tzw. technicznej recesji. Dane o wzroście PKB w III kw. zostaną opublikowane w czwartek.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury z USA.** Indeks ISM poza przetwórstwem zwiększył się w październiku do 54,7 pkt. wobec 52,6 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich jego czterech składowych (dla aktywności biznesowej, nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw). Wszystkie składowe pozostają wyraźnie powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, co wskazuje na utrzymującą się dobrą koniunkturę w amerykańskim sektorze usług. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w listopadzie do 95,7 pkt. wobec 95,5 pkt. w październiku, wskazując na nieznaczną poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów. Wzrost indeksu wynikał z wyższej wartości jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w IV kw. do 1,7% wobec 1,9% w III kw.

✓ **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w październiku do 42,8 mld USD wobec 39,7 mld USD we wrześniu, co było powyżej oczekiwań rynku (40,8 mld USD).** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w październiku do -0,9% r/r wobec -3,2% w sierpniu, podczas gdy dynamika importu spadła do -6,4% r/r wobec -8,5%, co było powyżej konsensusu rynkowego (odpowiednio -3,9% i -8,9%). Mimo wzrostu dynamiki eksportu oraz importu w październiku dane wskazują w naszej ocenie na utrzymujące się w Chinach osłabienie popytu wewnętrznego oraz znaczący negatywny wpływ wojny handlowej i dekoniunktury w światowym handlu na chiński eksport. W ubiegłym tygodniu pojawiły się informacje, że choć planowany termin podpisania porozumienia pomiędzy USA a Chinami przesuwają się z listopada na grudzień, to najprawdopodobniej będzie ono obejmowało zniesienie części podwyższonych ceł. W piątek prezydent USA D. Trump ostudził jednak oczekiwania inwestorów na deeskalację wojny handlowej pomiędzy tymi krajami twierdząc, że nie zgodził się na takie rozwiązanie. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że choć Chiny i USA w najbliższym czasie osiągną częściowe porozumienie, to brak postępu w negocjacjach wokół kluczowych dla USA kwestii doprowadzi do ponownej eskalacji konfliktu w kolejnych miesiącach.

✓ Wzrost płacy minimalnej będzie miał ograniczony wpływ na inflację

Poniżej przedstawiamy kolejną część naszej analizy dotyczącej efektów zapowiadanego przez PiS silnego wzrostu płacy minimalnej w najbliższych latach. Tym razem skupiamy się na wpływie planowanych podwyżek na inflację. W poprzedniej analizie (por. MAKROmapa z 28.10.2019) zakładaliśmy, że dostosowanie po stronie przedsiębiorców do silnego wzrostu płacy minimalnej realizuje się wyłącznie poprzez spadek zatrudnienia. Zwróciliśmy jednak uwagę, że firmy mogą przenieść część zwiększonych kosztów pracy na konsumentów, podwyższając ceny swoich produktów. W poniższym badaniu analizujemy o ile firmy musiałyby podnieść ceny aby w pełni zrekomensować sobie wzrost kosztów płacowych (tzn. utrzymać niezmienny poziom rentowności swojej działalności). Przyjmujemy zatem, że podwyżka cen jest jedynym kanałem dostosowania (tj. firmy

utrzymują niezmienny poziom zatrudnienia). Następnie szacujemy, jak taka reakcja ze strony firm wpłynęłaby na kształtowanie się inflacji konsumenckiej w kolejnych latach.

W celu oszacowania wpływu podwyżki płacy minimalnej na koszty i przychody firm posłużyliśmy się danymi z bazy PONT Info. Informacje zawarte w bazie danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 i F-02 wypełnianych przez przedsiębiorstwa reprezentujące poszczególne działy gospodarki. Analizę przeprowadziliśmy oddzielnie dla przetwórstwa i 10 branż sektora usługowego (por. wykres).

Odsetek pracowników otrzymujących płacę minimalną w przedsiębiorstwach ogółem (%)*



Źródło: GUS, Credit Agricole

pracowników (tzw. mikroprzedsiębiorstwa). W przypadku branż usługowych odsetek osób zarabiających płacę minimalną jest w tych jednostkach około dwukrotnie wyższy niż w całej populacji (np. 57% wobec 38% w przypadku „zakwaterowania i gastronomii”, czy 46% wobec 22% w przypadku „handlu i naprawy samochodów”) oraz pięciokrotnie wyższy w przypadku przemysłu (46% wobec 11%). Dlatego w przypadku branż usługowych, dla których GUS nie podaje oficjalnych danych nt. odsetka zarabiających płacę minimalną założyliśmy, że jest on o połowę mniejszy niż w mikroprzedsiębiorstwach, a w przypadku przetwórstwa przemysłowego – pięciokrotnie mniejszy. Podobnie jak poprzednich analizach (por. MAKROMAPA z 21.10.2019) założyliśmy, że elastyczność przeciętnego wynagrodzenia w poszczególnych branżach względem płacy minimalnej jest równa odsetkowi osób otrzymujących minimalną stawkę wynagrodzenia w danej kategorii.

Udział łącznych kosztów płacowych w przychodach przedsiębiorstw (%)

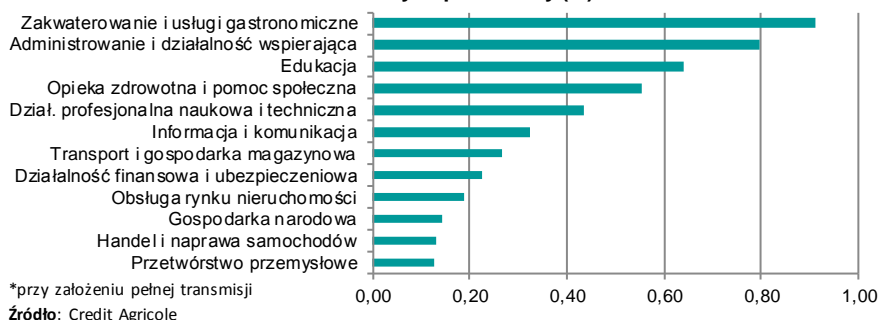


Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Taka sama wartość wskaźnika obserwowana jest w przypadku przetwórstwa przemysłowego i jest ona niższa dla handlu i naprawy samochodów (6%). Z kolei w przypadku pozostałych branż usługowych jest on znacząco wyższy, osiągając najwyższe wartości w przypadku „administrowania i działalności wspierającej”, „edukacji” oraz „opieki zdrowotnej” (ponad 35%, por. wykres).

Do określenia wpływu wzrostu płacy minimalnej na ceny towarów i usług oferowanych przez firmy konieczna jest jeszcze informacja nt. udziału łącznych kosztów płacowych w przychodach przedsiębiorstw. Zgodnie z danymi PONT Info wskaźnik ten kształtuje się dla wszystkich firm zatrudniających co najmniej 10 pracowników na poziomie 11%.

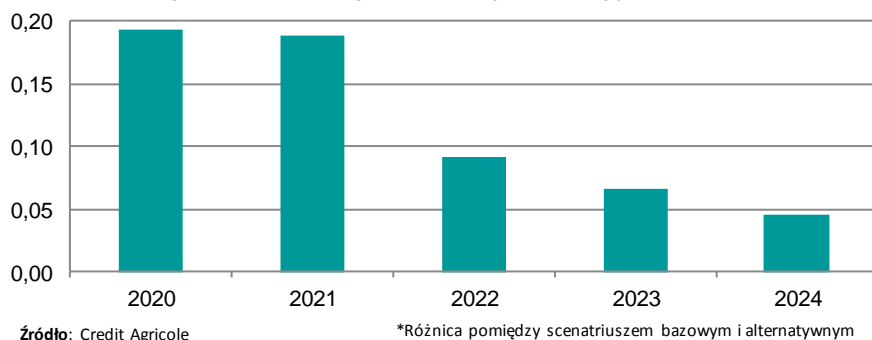
Wpływ podwyżki płacy minimalnej o 10% na ceny produktów oferowanych przez firmy (%)*



W tym przypadku wzrost płacy minimalnej o 10% przyczynia się do zwiększenia przeciętnego wynagrodzenia w tej branży o 1,1%, co przez wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw powoduje przy innych warunkach niezmiennych spadek zysku firm w relacji do przychodów o 0,1 pkt. proc. W drugim skrajnym przypadku („zakwaterowanie i usługi gastronomiczne”) 10-procentowy wzrost płacy minimalnej powoduje spadek zysku firm w relacji do przychodów o 0,9 pkt. proc. W innych branżach elastyczność ta kształtuje się pomiędzy tymi dwoma skrajnymi wartościami. Przeciętnie, dla całej gospodarki, przyjmuje ona średnią wartość 0,14 pkt. proc. Oznacza to, że w przypadku wzrostu płacy minimalnej o 10%, firmy chcąc utrzymać niezmienną rentowność swojej działalności musiałyby podnieść ceny swoich produktów średnio o 0,14%.

Wpływ wzrostu płacy minimalnej na inflację CPI (czyli wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych) nie będzie jednoznaczny ze wspomnianą powyżej średnią elastycznością zysku firm. Musimy bowiem wziąć pod uwagę również strukturę zakupów dokonywanych przez gospodarstwa domowe. Towary stanowią 72,3% wartości dóbr uwzględnionych w koszyku inflacyjnym gospodarstw domowych, podczas gdy wydatki na usługi tworzą 27,7% koszyka. Precyzyjny podział wymienionych powyżej branż na kategorie wytwarzające produkty i świadczące usługi (wg sposobu uwzględnienia w koszyku inflacyjnym) jest trudny. Na potrzeby analizy przyjęliśmy założenie, że produkcja w przetwórstwie przemysłowym i sprzedaż w ramach „handlu i naprawy samochodów” zostanie zaliczona do towarów, podczas gdy pozostałe kategorie włączymy do usług. Korzystając z obliczonych wcześniej elastyczności szacujemy, że 10-procentowy wzrost płacy minimalnej oddziałuje w kierunku wzrostu cen towarów kupowanych przez gospodarstwa domowe średnio o 0,13%, a cen usług o 0,48%. Biorąc pod uwagę strukturę koszyka inflacyjnego szacujemy, że wzrost płacy minimalnej o 10% oddziałuje w kierunku zwiększenia wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych o 0,23%.

Wpływ wzrostu płacy minimalnej na inflację CPI (pkt. proc.)*



W celu oszacowania wpływu podwyżki płacy minimalnej zapowiedzianej przez PiS na kształtowanie się inflacji w najbliższych latach posłużyliśmy się dwoma scenariuszami. W pierwszym z nich (bazowym) płaca minimalna będzie osiągała poziom zgodny z zapowiedziami PiS. W drugim scenariuszu (alternatywnym) założyliśmy, że płaca minimalna będzie się zwiększać w latach 2020-2024 w tempie 7,1% (czyli takim samym jak w 2019 r.). Zatem w scenariuszu bazowym płaca minimalna osiąga z początkiem 2024 r. poziom 4000 zł, a w scenariuszu alternatywnym 3177 zł. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje płacowe, można szacować, że inflacja CPI (tempo wzrostu cen w ujęciu rocznym) ukształtuje się w scenariuszu bazowym na poziomie wyższym o ok. 0,2 pkt. proc. w latach 2020-2021 niż w scenariuszu alternatywnym. W

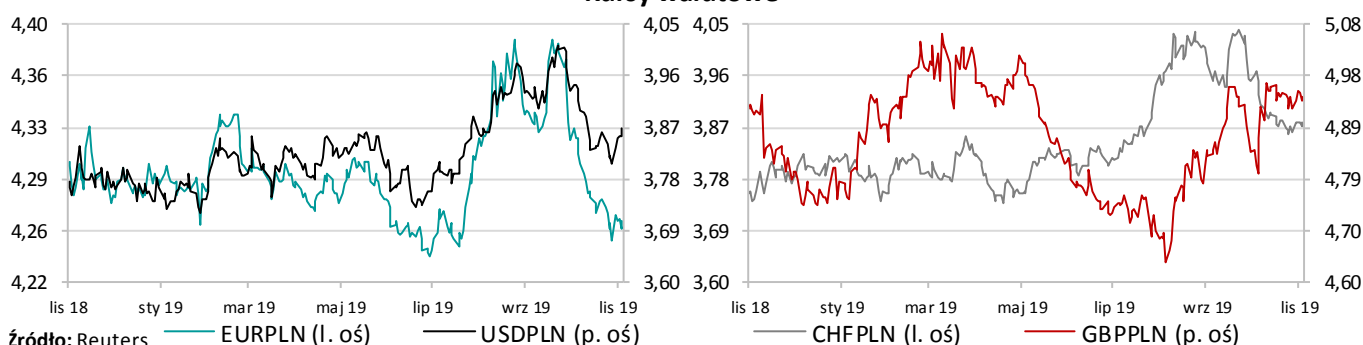
Wzrost kosztów w przetwórstwie otrzymujących płacę minimalną przez udział kosztów płacowych w przychodach otrzymujemy elastyczność zysku przedsiębiorstw (wyrażonego w relacji do przychodów) względem płacy minimalnej. Przykładowo wzrost płacy minimalnej w najmniejszym stopniu oddziałuje w kierunku wzrostu kosztów w przetwórstwie

kolejnych latach wpływ silnej podwyżki płacy minimalnej na dynamikę cen będzie coraz słabszy i wyniesie ok. 0,05 pkt. proc w 2024 r. (por wykres).

Powyższa analiza wskazuje, że zapowiedziany przez PiS silny wzrost płacy minimalnej będzie miał ograniczony pozytywny wpływ na kształtowanie się inflacji w najbliższych latach. Uważamy, że przyczyni się on przede wszystkim do wzrostu inflacji bazowej (głównie cen usług). Czynnikiem ten został uwzględniony w naszej zrewidowanej prognozie inflacji (por. MAKROMAPA z 04.11.2019). Oczekujemy, że inflacja CPI wyniesie średniorocznie 2,3% r/r w br. oraz 2,0% w 2020 r. i 2021 r.. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza inflacyjnego pozostaje kształtowanie się cen energii elektrycznej w 2020 r.

Dane o polskim PKB mogą umocnić złotego

Kursy walutowe

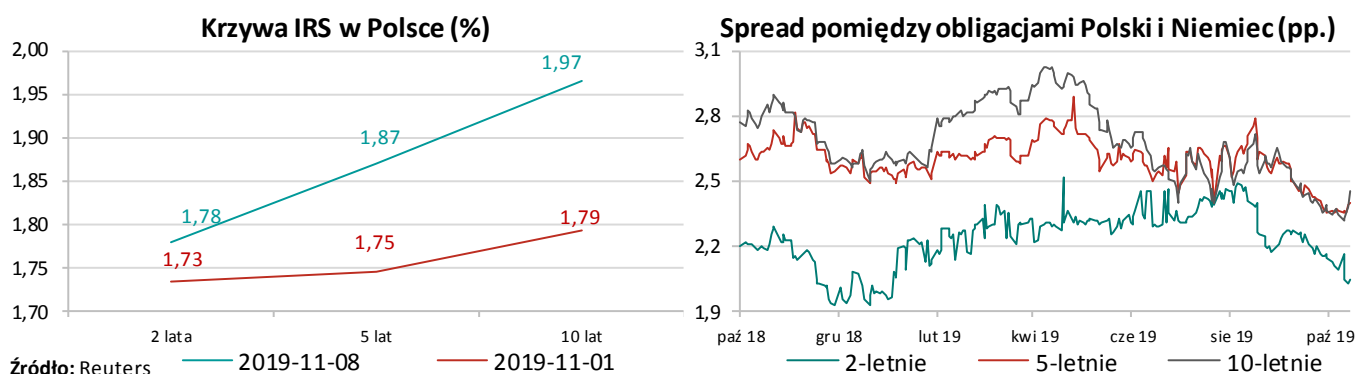


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2624 (osłabienie złotego o 0,3%). W poniedziałek doszło do osłabienia złotego względem euro, któremu sprzyjała publikacja wyraźnie słabszego od oczekiwań indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. We wtorek i w środę kurs złotego charakteryzował się niską zmiennością, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. W czwartek doszło do nieznacznego spadku kursu EURPLN, wspieranego przez obniżenie światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w zmniejszeniu indeksu VIX. Wyższemu apetytowi na ryzykowne aktywa sprzyjało pojawienie się informacji wskazujących, że porozumienie pomiędzy USA a Chinami może zakładać redukcję części nałożonych w ostatnich miesiącach ceł. W piątek kurs polskiej waluty był stabilny.

W ubiegłym tygodniu doszło również do osłabienia euro względem dolara, co w znacznym stopniu było korektą po jego umocnieniu dwa tygodnie temu (por. MAKROMAPA z 04.11.2019). W konsekwencji złoty osłabił się względem dolara. Do aprecjacji polskiej waluty doszło natomiast względem funta brytyjskiego, gdzie wzrostowi EURGBP sprzyjała utrzymująca się niepewność wokół zbliżających się przedterminowych wyborów parlamentarnych, których wynik będzie miał istotny wpływ na perspektywy *Brexitu*.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane o polskim PKB. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu prognozy mogą być one lekko pozytywne dla kursu polskiej waluty. Pozostałe krajowe dane (inflacja i bilans płatniczy) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralne dla polskiej waluty będą najprawdopodobniej również dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inflacja CPI), Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich) oraz Niemiec (indeks ZEW). Uważamy, że bez istotnego wpływu na kurs polskiej waluty będą również zaplanowane na ten tydzień liczne wystąpienia członków FOMC.

Krajowe dane o PKB kluczowe dla rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie zwiększyły się do 1,78 (wzrost o 5pb), 5-letnie do 1,75 (wzrost o 12pb), a 10-letnie do 1,79 (wzrost o 18pb). W pierwszej części tygodnia stawki IRS były relatywnie stabilne. W czwartek doszło do silnego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi (Niemcy i USA). Był on efektem pojawienia się informacji o tym, że porozumienie pomiędzy USA a Chinami obejmować będzie obniżenie części wzajemnych ceł. W piątek doszło do nieznacznej korekty w ślad za rynkami bazowymi. W piątek odbyła się również aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2020 r. za 2,6 mld PLN i sprzedało obligacje o 3-, 5-, 6-, 10- i 28-letnich terminach zapadalności za 2,7 mld PLN przy popycie równym 4,3 mld PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą krajowe dane o PKB, które w naszej ocenie mogą doprowadzić do lekkiego wzrostu stawek IRS. Pozostałe dane z Polski (inflacja i bilans płatniczy) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla rynku będą najprawdopodobniej także dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inflacja CPI) oraz Niemiec (indeks ZEW). Naszym zaplanowane na ten tydzień liczne wystąpienia członków FOMC nie wpłyną istotnie na stawki IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kw i 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 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*	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,28
Kurs USDPLN*	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,82
Kurs CHFPLN*	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,89
Inflacja CPI (r/r, %)	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6		2,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4		2,5
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5		2,2
Inflacja PPI (r/r, %)	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,9		0,7
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3		4,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6		6,3
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6		2,6
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1		5,1
Saldo ROB (mln EUR)	-447	113	-1528	2529	-630	217	357	379	-310	-797	-606		-615	
Eksport (r/r, % EUR)	14,7	9,3	-0,5	5,9	10,5	7,8	9,4	11,6	-3,1	7,7	0,2		9,0	
Import (r/r, % EUR)	19,3	10,3	0,2	2,1	8,4	2,8	7,7	10,1	-4,7	8,4	-2,5		7,7	

* 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	4,5	4,3	3,9	3,5	4,3	4,3	4,1	
Inwestycje (% r/r)	12,6	9,0	8,1	6,8	5,2	5,7	4,1	4,3	8,9	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	7,0	5,0	4,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	5,0	4,3	5,9	5,0	7,2	6,3	5,5	5,0	7,6	5,1	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	2,5	2,7	2,2	2,8	2,5	2,3	1,8	2,5	2,5	2,3
	Inwestycje (pp.)	1,6	1,5	1,5	1,7	0,7	1,0	0,8	1,1	1,6	1,5	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,7	0,0	0,0	0,1	-1,4	-1,0	-0,6	-0,2	0,0	0,2	-0,8
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	5,1	5,6	5,8	5,2	5,1	5,5	5,8	5,6	5,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% t/r)	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,9	0,1	-0,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,1	7,0	7,3	7,5	8,4	8,1	7,7	8,0	7,2	7,2	8,1	
Inflacja CPI (%)*	1,2	2,4	2,8	2,7	3,3	2,1	1,5	1,3	1,6	2,3	2,0	
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	4,37	4,32	4,32	4,32	4,29	4,27	4,29	4,32	4,27	
USDPLN**	3,84	3,73	4,01	3,86	3,86	3,79	3,67	3,56	3,74	3,86	3,56	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 12.11.2019 r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	-22,8		-13,0
Środa 13.11.2019 r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	0,4		-0,3
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Wrzesień	-606	-615	-225
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Październik	0,0	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Październik	0,1	0,2	0,2
Czwartek 14.11.2019 r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	7,8		7,9
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	5,8		5,4
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Październik	5,4		5,4
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	-0,1		-0,1
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	4,5	4,3	4,1
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2	0,2
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	1,1		1,1
Piątek 15.11.2019 r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	2,5	2,6	2,5
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	0,7	0,7	0,7
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Październik	2,4	2,5	2,4
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	4,0		5,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	-0,3	0,1	0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-0,4	-0,4	-0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Październik	77,5		77,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Wrzesień	0,0		0,1

* 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