

W tym tygodniu

- **Najistotniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja listopadowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro wzrósł do 51,0 pkt. w listopadzie wobec 50,6 pkt. w październiku. Na zwiększenie wskaźnika złożyły się stabilizacja koniunktury we Francji oraz jej poprawa w Niemczech. Jednocześnie oczekujemy, że indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa wzrósł w listopadzie do 43,0 pkt. wobec 42,1 pkt. w październiku. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne w kontekście oceny perspektyw obserwowanego w ostatnich kwartałach spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty oraz tendencji w handlu międzynarodowym. Będą one również ważne z punktu widzenia oceny negatywnego wpływu dekonunktury w Niemczech na sytuację w polskim przetwórstwie przemysłowym. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja Minutes z październikowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótko- i średniookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA. Szczególnie istotne będą zapisy dotyczące rozbieżności w opiniach poszczególnych członków FED dotyczących kształtowania się stóp procentowych w przyszłości. Uważamy, że podobnie jak wystąpienie J. Powella przed Kongresem w ubiegłym tygodniu, treść Minutes zasygnalizuje, że FED na razie powstrzyma się od dalszych obniżek stóp procentowych i będzie monitorował napływające informacje, dopuszczając jednak dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w przypadku znaczącego pogorszenia perspektyw gospodarczych w USA. Uważamy, że publikacja Minutes najprawdopodobniej nie dostarczy nowych informacji, które zmieniłyby nasz scenariusz polityki pieniężnej w USA w latach 2019-2020. Oczekujemy, że kolejne obniżki stóp procentowych w USA (o łącznej skali 50 pb) nastąpią w I połowie 2020 r. Będą one odpowiedzią na oczekiwane przez nas wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w USA będące efektem dalszego pogorszenia koniunktury na świecie oraz eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny. Uważamy, że publikacja Minutes będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1313 tys. w październiku wobec 1256 tys. we wrześniu), pozwoleń na budowę (1398 tys. wobec 1391 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,48 mln wobec 5,38 mln) zasygnalizują lekki wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Na utrzymujące się dobre nastroje konsumenckie wskaże finalny indeks Uniwersytetu Michigan (95,7 pkt. w listopadzie wobec 95,5 pkt. w październiku). Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z USA na kurs złotego oraz rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- **W czwartek opublikowane zostaną październikowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 2,6% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się naszym zdaniem do 6,3% r/r w październiku wobec 6,6% we wrześniu ze względu na oddziaływanie efektu wysokiej bazy sprzed roku. 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 piątek poznamy dane o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że jej dynamika zmniejszyła się do 2,2% r/r w październiku z 5,6% we wrześniu. W kierunku spadku dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych oraz efekt wysokiej bazy sprzed roku. Uważamy, że materializacja naszej prognozy, niższej od oczekiwań rynkowych (2,6% r/r), będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

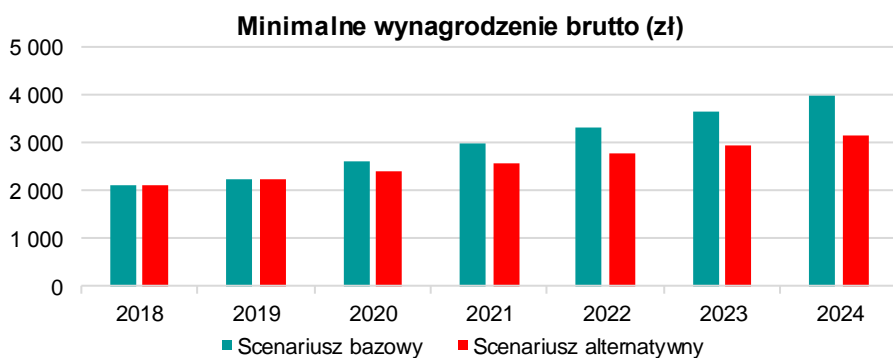
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem tempo wzrostu gospodarczego w Polsce obniżyło się do 3,9% r/r w III kw. wobec 4,5% r/r w II kw., co było wyraźnie poniżej naszej prognozy (4,3%) i oczekiwań rynku (4,1%).** W rezultacie roczna dynamika PKB ukształtowała się na najniższym poziomie od IV kw. 2016 r. Uważamy, że przyczyną zaskoczenia były najprawdopodobniej niższe od oczekiwań wkłady eksportu netto oraz inwestycji będące efektem spowolnienia w światowym handlu oraz niepewności dotyczącej perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego (por. MAKROpuls z 14.11.2019). Dane o PKB w III kw., pomimo rewizji przez GUS dynamiki PKB w I i II kw. br. w górę o 0,1 pkt. proc., stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego za cały 2019 r. (4,4% r/r). Pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec miesiąca.
- **Inflacja CPI obniżyła się w październiku do 2,5% r/r wobec 2,6% we wrześniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Zmniejszenie inflacji w październiku wynikało z niższej dynamiki cen paliw, żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii. Inflacja bazowa nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 2,4% r/r. Mimo stabilizacji inflacji bazowej w październiku warto odnotować, że nieznaczny wzrost dynamiki cen odnotowano w większości jej kategorii. W naszej ocenie wskazuje to na stopniowo narastającą presję inflacyjną w polskiej gospodarce (por. MAKROpuls z 14.11.2019). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie kształtowała się w trendzie wzrostowym i w I kw. 2020 r. wyniesie 3,3% r/r, osiągając swoje maksimum lokalne. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia inflacji będzie prognozowana przez nas wyższa inflacja bazowa. Przeciwny wpływ będą miały spadek dynamiki cen paliw oraz coraz wolniejsze tempo wzrostu cen żywności.
- **We wrześniu na polskim rachunku obrotów bieżących odnotowano nadwyżkę w wysokości 171 mln EUR wobec deficytu równego 657 mln EUR w sierpniu.** Zwiększenie się salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych, usług, dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 572 mln EUR, 206 mln EUR, 3 mln EUR i 47 mln EUR wyższe niż w sierpniu). Dynamika eksportu zwiększyła się we wrześniu do 9,3% r/r wobec -0,1% w sierpniu, a dynamika importu wzrosła do 4,3% wobec -2,5%, do czego w znacznym stopniu przyczynił się efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększyło się w III kw. do -0,1% wobec -0,4% w II kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro w III kw. nie zmieniła się w porównaniu do II kw. i wyniosła 0,2% (1,2% r/r w III kw. wobec 1,1% w II kw.). Stabilizację tempa wzrostu PKB odnotowano w większości głównych gospodarek strefy euro: we Francji (0,3%), Włoszech (0,1%), Hiszpanii (0,4%) i Holandii (0,4%), podczas gdy dynamika PKB w Niemczech zwiększyła się (do 0,1% wobec -0,2% w II kw.), co pozwoliło niemieckiej gospodarce uniknąć oczekiwanej przez rynek technicznej recesji. Warto przy tym odnotować, że kwartalna dynamika PKB w Niemczech w II kw. została zrewidowana w dół z -0,1%, co częściowo tłumaczy lepszy od oczekiwań odczyt za III kw. (tzw. efekt niskiej bazy). Na uwagę zasługuje również struktura niemieckiego PKB, w której za przyspieszenie wzrostu odpowiadała przede wszystkim konsumpcja i wydatki rządowe, podczas gdy inwestycje w maszyny i urządzenia obniżyły się w ujęciu kwartalnym. Szczegółowe dane obejmujące strukturę PKB w strefie euro poznamy 5 grudnia. Prognozujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro w IV kw. zwiększy się do 0,3%. Jednocześnie w całym 2019 r. oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie 1,2% wobec 1,8% w 2018 r.

- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Inflacja CPI zwiększyła się w październiku do 1,8% r/r wobec 1,7% we wrześniu, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (1,7%). Do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen żywności i nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek inflacji bazowej (2,3% r/r w październiku wobec 2,4% we wrześniu). Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w październiku do -0,8% wobec 0,3% we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-0,1%). W kierunku jej obniżenia oddziaływała niższa dynamika produkcji w przetwórstwie oraz dostarczaniu mediów, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w górnictwie. Do obniżenia dynamiki produkcji w przetwórstwie przyczynił się strajk w koncernie samochodowym General Motors. Jednocześnie stopień wykorzystania mocy wytwórczych zmniejszył się w październiku do 76,7% wobec 77,5% we wrześniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w październiku o 0,3% m/m wobec spadku o 0,3% we wrześniu. Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży wzrosła w październiku do 0,2% m/m wobec -0,1% we wrześniu. W zeszłym tygodniu opublikowany został również indeks NY Empire State, który zmniejszył się w listopadzie do 2,9 wobec 4,0 pkt. w październiku, wskazując na nieznaczne pogorszenie nastrojów w przetwórstwie w stanie Nowy Jork. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w IV kw. do 1,7% wobec 1,9% w III kw.
- Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w listopadzie do -2,1 pkt. wobec -22,8 pkt. w październiku, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (-13,0 pkt.).** Zgodnie z komunikatem poprawie nastrojów sprzyjały spadek – w ocenie respondentów – prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy oraz wprowadzenia podwyższonych ceł na import samochodów z UE do USA, a także ich rosnące oczekiwania na deeskalację wojny handlowej na linii USA-Chiny. Uważamy, że w IV kw. kwartalne tempo niemieckiego PKB zwiększy się w III kw. do 0,2% wobec 0,1% w II kw.
- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z Chin.** Dane o produkcji przemysłowej (4,7% r/r w październiku wobec 5,8% we wrześniu przy oczekiwaniach równych 5,4% - najniższy poziom od 16 lat), sprzedaży detalicznej (7,2% wobec 7,8%; 7,9% - najniższy poziom od 15 lat) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (5,2% wobec 5,4%; 5,4%) wskazały na coraz silniejszy negatywny wpływ wojny handlowej na linii USA-Chiny oraz spowolnienia w światowym handlu na aktywność gospodarczą w Chinach. Podtrzymujemy naszą prognozę dla wzrostu gospodarczego w Chinach (6,2% w 2019 r. i 6,0% w 2020 r.). Osiągnięcie takiej dynamiki PKB będzie jednak związane z koniecznością zwiększenia skali stymulacji wzrostu prowadzonej przez chiński rząd. Uważamy, że w tym celu podjęte zostaną działania na rzecz zwiększenia akcji kredytowej (zatrzymanie procesu delewarowania banków, obniżenie stóp procentowych – Ludowy Bank Chin obniżył dzisiaj stopę *reverse repo* o 5 pb do 2,55%), osłabienia juana z pogorszeniem salda bilansu handlowego Chin oraz w większym stopniu rozluźniona zostanie zgodne polityka fiskalna. Jednocześnie oczekujemy, że USA-Chiny w najbliższym czasie osiągną wstępne porozumienie w sprawie deeskalacji wojny handlowej (prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza do końca br. oceniamy na 80%). Niemniej uważamy, że brak porozumienia w kluczowych dla USA kwestiach związanych m.in. z ochroną własności intelektualnej doprowadzi do ponownej eskalacji wojny handlowej w kolejnych kwartałach.

Wzrost płacy minimalnej będzie miał ograniczony wpływ na inflację (2)

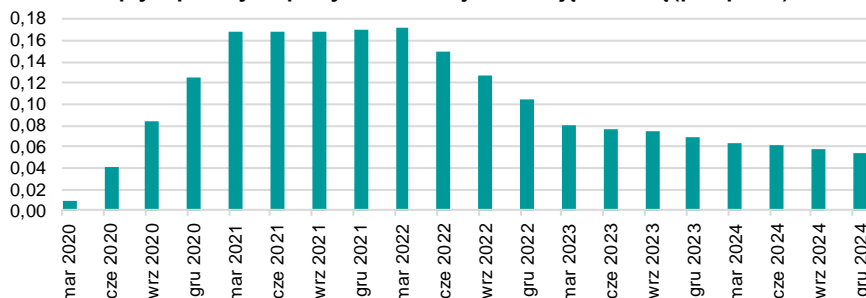
W ubiegłym tygodniu przedstawiliśmy wyniki naszej analizy dotyczącej wpływu zapowiedzianej przez PiS podwyżki płacy minimalnej na inflację w Polsce. Założyliśmy wówczas, że dostosowanie po stronie przedsiębiorców do silnego wzrostu płacy minimalnej zrealizuje się wyłącznie poprzez podwyżki cen finalnych produktów. Obliczyliśmy o ile firmy musiałyby podnieść ceny aby w pełni zrekompensować sobie wzrost kosztów płacowych (tzn. utrzymać niezmienny poziom rentowności swojej działalności). Następnie oszacowaliśmy, jak taka reakcja ze strony firm wpłynęłaby na kształtowanie się inflacji konsumenckiej w kolejnych latach. W tym tygodniu ponownie poruszamy temat wpływu szybszego wzrostu płacy minimalnej na kształtowanie się inflacji w Polsce. Tym razem analizujemy ten problem z użyciem naszego kwartalnego, wielorównaniowego modelu prognostycznego.

Zastosowanie wspomnianego modelu ekonometrycznego pozwala na kompleksowe zbadanie wpływu wyższej płacy minimalnej na warunki gospodarcze, aniżeli w ramach założeń przyjmowanych przez nas w poprzednich tygodniach. Po pierwsze, za jego pomocą można uwzględnić wiele, funkcjonujących jednocześnie kanałów oddziaływania. Dostosowanie po stronie przedsiębiorców nie realizuje się jedynie poprzez zmniejszenie zatrudnienia albo wzrost cen – czynniki te działają jednocześnie. Dodatkowo model uwzględnia m.in. efekty substytucji pracy kapitałem (determinując inwestycje), wpływ wyższych wynagrodzeń na aktywność ekonomiczną ludności, wzrost wydajności pracy, efekty popytowe (np. wyższa konsumpcja). Po drugie, model pozwala na dokładniejszą analizę transmisji wyższej płacy pod względem szybkości realizacji efektów makroekonomicznych. Zależności pomiędzy różnymi zmiennymi w modelu materializują się z różnym opóźnieniem czasowym, co wynika z faktu, że podmioty gospodarcze nie reagują natychmiast na zmieniające się warunki makroekonomiczne.



Źródło: Credit Agricole

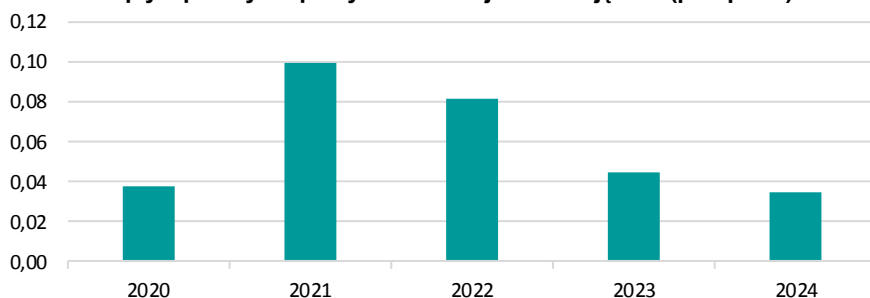
W celu oszacowania wpływu podwyżki płacy minimalnej na dynamikę zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw posłużyliśmy się dwoma scenariuszami. W pierwszym z nich (bazowym) płaca minimalna będzie osiągała poziom zgodny z zapowiedziami PiS. W drugim scenariuszu (alternatywnym) założyliśmy, że płaca minimalna 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 (por. wykres). Założyliśmy, że elastyczność przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej względem płacy minimalnej wynosi 13% (tj. 10% procentowy wzrost płacy minimalnej podbija przeciętne wynagrodzenie o 1,3%). Jest ona równa odsetkowi osób otrzymujących minimalną stawkę wynagrodzenia. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje płacowe, w scenariuszu bazowym tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w latach 2020-2021 będzie kształtowało się na poziomie o 1,1 pkt. proc. wyższym niż w scenariuszu alternatywnym. W kolejnych latach, w scenariuszu bazowym płaca minimalna będzie rosła coraz wolniej, a tym samym będzie w coraz mniejszym stopniu podbijać tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia (tylko o 0,3 pkt. proc w 2024 r.).

Wpływ podwyżki płacy minimalnej na inflację bazową (pkt. proc.)*


Źródło: Credit Agricole

*różnica pomiędzy scenariuszem bazowym i alternatywnym

Głównym kanałem oddziaływania wyższej płacy minimalnej na inflację będzie zmiana tzw. jednostkowych kosztów pracy, czyli ilorazu funduszu pracy (zatrudnienie razy przeciętne wynagrodzenie) oraz PKB. Innymi słowy, jest to koszt pracy przypadający na jednostkę wytworzonej produkcji. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego wzrost jednostkowych kosztów pracy oddziałuje w kierunku zwiększenia cen produktów finalnych. W innym wypadku doszłoby do znaczącego spadku rentowności działalności przedsiębiorstw. Efekty te widoczne są przede wszystkim w przypadku inflacji bazowej (głównie cen usług). Większość usług jest bowiem przykładem tzw. dóbr niehandlowych. W przypadku takich dóbr występuje mniejsza konkurencja międzynarodowa, co pozwala przedsiębiorcom na podniesienie w większej skali cen produktów końcowych w reakcji na podwyżki płacy minimalnej. Zgodnie z wynikami modelowania wpływ wyższej płacy minimalnej będzie stopniowo narastał w 2020 r. i osiągnie maksymalną skalę w 2021 r. Szacujemy z użyciem modelu, że w całym 2021 r. i I kw. 2022 r. inflacja bazowa ukształtuje się na poziomie ok. 0,17 pkt. proc. wyższym niż w scenariuszu alternatywnym. W kolejnych kwartałach efekty te będą stopniowo wygasać i w 2024 r. inflacja bazowa będzie wyższa o 0,05 pkt. proc. niż w scenariuszu alternatywnym.

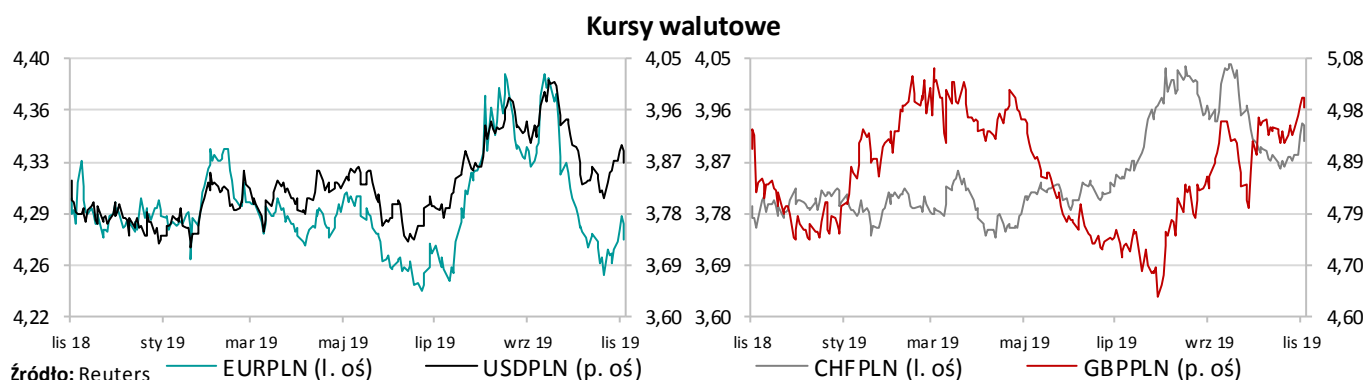
Wpływ podwyżki płacy minimalnej na inflację CPI (pkt. proc.)*


Źródło: Credit Agricole

*różnica pomiędzy scenariuszem bazowym i alternatywnym

Zgodnie z wynikami modelowania łączny (nieograniczający się tylko do inflacji bazowej) wpływ podwyżki płacy minimalnej na inflację CPI (tempo wzrostu cen konsumenckich w ujęciu rocznym) wyniesie 0,04 pkt. w 2020 r., 0,1 pkt. w 2021 r., a następnie będzie się stopniowo zmniejszać do 0,03 pkt. proc. w 2024 r. Warto zwrócić uwagę, że podwyżka cen będzie realizowała się z pewnym opóźnieniem względem wzrostu płacy minimalnej. Oszacowany przez nas efekt jest mniejszy niż ten oszacowany w ubiegłym tygodniu (0,2 pkt. proc.). Taki rezultat jest spójny z założeniami obu analiz – w poprzedniej dostosowanie przedsiębiorców realizowało się wyłącznie poprzez wzrost cen, a w tej uwzględniono wiele funkcjonujących jednocześnie kanałów, które łagodzą wpływ wyższych wynagrodzeń na inflację CPI. Nasze szacunki są zbliżone do tych przedstawionych przez NBP. Podczas prezentacji listopadowej projekcji inflacji zaznaczono, że podwyżka płacy minimalnej będzie oddziaływała w kierunku wzrostu inflacji CPI o 0,1 pkt. proc. w 2020 r. i o 0,3 pkt. proc. w 2021 r.

Powyższa analiza wskazuje, że zapowiedziany przez PiS silny wzrost płacy minimalnej będzie miał ograniczony pozytywny wpływ na kształtowanie się inflacji w najbliższych latach. 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. Czynnikiem, który będzie oddziaływał w kierunku szybszego wzrostu cen będzie również zaplanowana przez rząd podwyżka akcyzy na alkohol i tytoń z początkiem przyszłego roku.

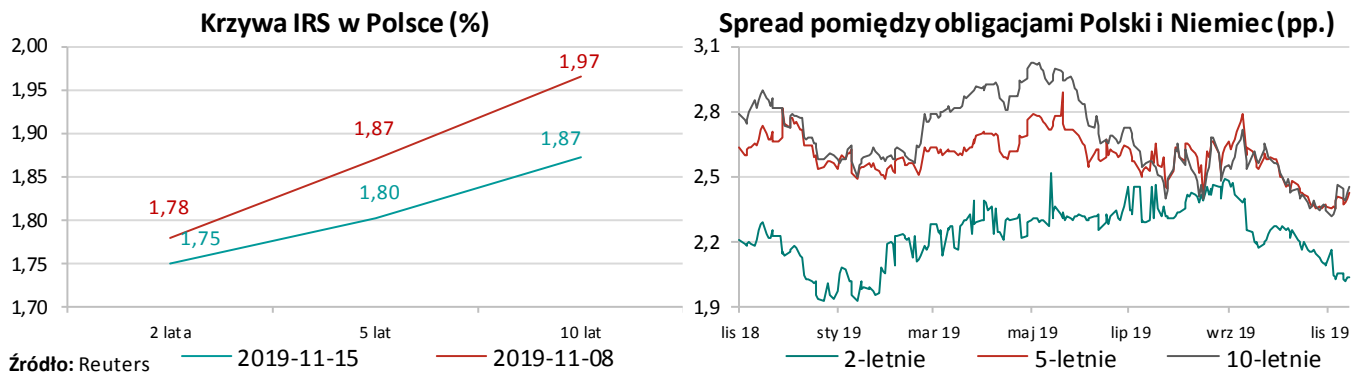

Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2734 (osłabienie złotego o 0,1%). Od poniedziałku do czwartku kursu EURPLN utrzymywał się w łagodnym trendzie wzrostowym, czemu sprzyjało zwiększenie światowej awersji do ryzyka. Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowany w pierwszej części tygodnia wzrost indeksu VIX. Obniżeniu zainteresowania inwestorów ryzykownymi aktywami sprzyjały również wypowiedzi prezydenta USA D. Trumpa dotyczące perspektyw wojny handlowej na linii USA-Chiny. W piątek dwa tygodnie temu zdementował on informację, że negocjowane porozumienie z Chinami zakładać będzie zniesienie części ceł (por. MAKROmapa z 12.11.2019). Z kolei w ubiegły wtorek, D. Trump zagroził wprowadzeniem kolejnych ceł towarów importowanych z Chin w sytuacji gdy kraje nie osiągną porozumienia. Mniejszy apetyt na ryzykowne aktywa wynikał również z publikacji wyraźnie słabszych od oczekiwań danych z Chin. W czwartek dodatkowym czynnikiem negatywnym dla kursu złotego była publikacja wyraźnie niższych od konsensusu wstępnych danych o polskim PKB. Niemniej w czwartek po południu doszło do korekty i nieznacznego spadku kursu EURPLN. W piątek umocnienie złotego było kontynuowane, a publikacja licznych danych z USA nie miała istotnego wpływu na rynek.

Ze względu na wzrost światowej awersji do ryzyka w pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia również z deprecjacją euro względem dolara oraz franka szwajcarskiego. W czwartek i w piątek doszło do korekty. Przez cały tydzień euro osłabiało się natomiast względem funta brytyjskiego, czemu sprzyjał wzrost - w ocenie inwestorów - prawdopodobieństwa uzyskania przez Torysów większości w brytyjskim parlamencie, co umożliwiłoby przeprowadzenie *Brexitu* w oparciu o umowę B. Johnsona. Tym samym w połączeniu ze zwiększeniem kursu EURPLN w zeszłym tygodniu, złoty osłabił się względem franka szwajcarskiego oraz funta brytyjskiego i nieznacznie umocnił się względem dolara.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane o polskiej produkcji przemysłowej, które w przypadku realizacji naszej niższej od oczekiwań rynkowych prognozy mogą doprowadzić do jego osłabienia. Krajowe dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego będą również liczne dane z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan), publikacja *Minutes* FOMC, a także wstępne indeksy PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro.

Dane o produkcji przemysłowej w Polsce kluczowe dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie obniżyły się do 1,75 (spadek o 3pb), 5-letnie do 1,80 (spadek o 7pb), a 10-letnie do 1,87 (spadek o 10pb). W poniedziałek ze względu na święto obroty na polskim rynku długu były wstrzymane. Od wtorku do czwartku obserwowany był spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Obniżeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjały wypowiedzi prezydenta USA D. Trumpa nt. perspektyw wojny handlowej pomiędzy USA a Chinami. W piątek dwa tygodnie temu zdementował on informację, że negocjowane porozumienie z Chinami zakładać będzie zniesienie części ceł (por. MAKROmapa z 12.11.2019). Natomiast we wtorek D. Trump zagroził wprowadzeniem kolejnych ceł na towary importowane z Chin w sytuacji, gdy kraje nie osiągną porozumienia. Wzrost awersji do ryzyka znalazł odzwierciedlenie również we wzroście spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. W czwartek doszło do korekty. Słabsze od oczekiwań wstępne dane o polskim PKB miały ograniczony wpływ na rynek. W piątek stawki IRS były stabilne.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą krajowe dane o produkcji przemysłowej. Uważamy, że mogą one przyczynić się do spadku stawek IRS. Dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w polskim sektorze przedsiębiorstw nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą w ocenie także wstępne indeksy PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro, publikacja *Minutes* FOMC, a także dane z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan).

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	kwi 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	2,5	
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	2,4	
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	-657	171		
Eksport (r/r, % EUR)	14,7	9,3	-0,5	5,9	10,5	7,8	9,4	11,6	-3,1	7,7	-0,1	9,3		
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	4,3		

* 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)	4,8	4,6	3,9	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)***	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-1,3	-1,0	-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. (% r/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	7,7	7,5	8,4	8,1	7,7	8,0	7,2	7,3	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 19.11.2019 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	26,6		
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1256	1313	1300
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1391	1398	1385
Środa 20.11.2019 r.						
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Październik			
Czwartek 21.11.2019 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	2,6	2,6	2,6
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	6,6	6,3	6,2
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Listopad			
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	5,6		7,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	211		215
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	5,38	5,48	5,43
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-7,6		-7,2
Piątek 22.11.2019 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,1	0,1	0,1
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	42,1	43,0	43,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	5,6	2,2	2,6
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	0,9	0,7	0,2
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	52,2	52,5	52,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	45,9	46,3	46,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	50,6	51,0	50,8
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	51,3		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	95,7	95,7	95,8

* 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