

## W tym tygodniu

- **W piątek GUS opublikuje pełne dane o PKB w Polsce w III kw.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (3,9% wobec 4,6% w II kw.). Uważamy, że w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego pomiędzy II i III kw. oddziaływały niższe wkłady inwestycji i eksportu netto. Naszym zdaniem, publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W środę zostanie opublikowany drugi szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę do 2,0% wobec 1,9% we wstępnym szacunku ze względu na wyższy wkład inwestycji. Prognozujemy, że dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe zwiększyła się do -0,9% m/m w październiku wobec -1,9% we wrześniu z uwagi na wyższe zamówienia w firmie Boeing. Zza oceanu napłyną ponadto wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Oczekujemy, że indeks Conference Board (127,0 pkt. w listopadzie wobec 125,9 pkt. w październiku), potwierdzi sygnalizowaną przez indeks Uniwersytetu Michigan poprawę nastrojów gospodarstw domowych (patrz poniżej). Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen zwiększyła się do 0,9% w listopadzie z 0,7% w październiku. Uważamy, że spadek dynamiki cen paliw został skompensowany przez zwiększenie inflacji bazowej i szybszy wzrost cen żywności. W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 1,1% r/r w listopadzie z 0,9% w październiku. Oczekujemy, że publikacja inflacji w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększyła się do 97,4 pkt. w listopadzie wobec 94,6 pkt. w październiku. Opublikowany w ubiegłym tygodniu wskaźnik PMI Composite dla Niemiec (patrz poniżej) stanowi wsparcie dla naszej prognozy. Naszym zdaniem publikacja indeksu będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Dzisiaj poznamy dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że jej nominalna dynamika zmniejszyła się do 4,0% r/r w październiku wobec 5,3% we wrześniu, do czego przyczyniły się efekty wysokiej bazy sprzed roku w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle, części” oraz niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (5,1%), a tym samym jej materializacja będzie negatywna dla złotego oraz rentowności polskich obligacji.
- **W piątek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 2,5% r/r.** Na stabilizację inflacji złożyły się spadek dynamiki cen paliw oraz wzrost inflacji bazowej. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (2,6%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w październiku do 3,5% r/r wobec 5,6% we wrześniu, co było znacząco powyżej naszej prognozy (2,2%) i oczekiwań rynkowych (2,6%).** Do zmniejszenia rocznej dynamiki produkcji przemysłowej w październiku w porównaniu z wrześniem przyczynił się efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Czynnikiem ograniczającym wzrost produkcji w październiku br. był również efekt

wysokiej bazy sprzed roku. Październik był kolejnym miesiącem, w którym aktywność w branżach eksportowych pozostała wysoka. Uważamy, że można to wiązać z lekką poprawą koniunktury w niemieckim przetwórstwie przemysłowym odnotowaną w październiku, sygnalizowaną przez wzrost wskaźnika PMI (por. MAKROmapa z 28.10.2019). Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w październiku o 4,0% r/r wobec wzrostu o 7,6% we wrześniu, co było znacząco poniżej naszej prognozy (wzrost o 6,3% r/r) i konsensusu rynkowego (6,2%). Jednocześnie dynamika produkcji ukształtowała się na najniższym poziomie od lutego 2017 r. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w październiku o 5,6% m/m. Do obniżenia rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej w październiku w porównaniu z wrześniem przyczyniły się wspomniane wyżej niekorzystne efekty kalendarzowe, a także niższe inwestycje infrastrukturalne. W świetle wyników badań koniunktury uważamy jednak, że spadek produkcji budowlano-montażowej odnotowany w październiku był zjawiskiem przejściowym. W rezultacie podtrzymujemy nasz scenariusz „łagodnego lądowania” w branży budowlanej (por. MAKROpuls z 22.11.2019). Dane o produkcji budowlano-montażowej za październik stanowią lekkie ryzyko w dół dla prognozowanej przez nas dynamiki PKB w IV kw. (4,0% r/r), a w połączeniu ze słabszymi od oczekiwań wstępnymi danymi za PKB w III kw., oznaczają one również ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego za cały 2019 r. (4,4% r/r).

- **Nominalna dynamika inwestycji w polskim sektorze przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób obniżyła się w III kw. do 13,6% r/r wobec 17,2% w II kw.** Wynikało to przede wszystkim z niższej dynamiki inwestycji w sektorze usług, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w III kw. do 10,3% r/r wobec 24,2% w II kw. Wzrost dynamiki inwestycji odnotowano natomiast w przetwórstwie (12,8% r/r wobec 12,7%), górnictwie (22,6% wobec 13,3%), energetyce (24,5% wobec 19,8%), budownictwie (-16,3% wobec -20,4%) oraz dostawie wody, gospodarowaniu ściekami i odpadami, i rekultywacji (34,8% wobec 15,0%). W strukturze danych na uwagę zasługuje utrzymująca się wysoka dynamika inwestycji w przetwórstwie, mimo wyraźnego pogorszenia koniunktury w tym sektorze w Polsce i w strefie euro. Dane o dynamice inwestycji w firmach 50+ stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika inwestycji ogółem obniżyła się w III kw. do 8,1% r/r wobec 9,0% w II kw.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze obniżyła się w październiku do 5,9% r/r wobec 6,6% we wrześniu.** Spadek dynamiki płac w znacznym stopniu wynikał z efektów statystycznych (wysoka baza sprzed roku oraz niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych). Uważamy, że w ostatnich miesiącach rosnący negatywny wpływ na nominalną dynamikę wynagrodzeń mają również obniżający się stopień wykorzystania mocy wytwórczych, a także coraz ostrożniejsza polityka płacowa firm, które przygotowują się na zmiany instytucjonalne na polskim rynku pracy (por. MAKROpuls z 21.11.2019). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w październiku do 2,5% r/r wobec 2,6% we wrześniu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w październiku o 2,7 tys. osób wobec spadku o 3,6 tys. osób we wrześniu. Tym samym był to już trzeci miesiąc z rzędu, w którym zatrudnienie obniżyło się w ujęciu miesięcznym. Uważamy, że obserwowany w ostatnich miesiącach spadek zatrudnienia w firmach w znacznym stopniu wynika z postępujących procesów restrukturyzacyjnych będących reakcją przedsiębiorstw na rosnące koszty pracy. Szacujemy, że realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach obniżyła się w październiku do 5,9% r/r wobec 6,5% we wrześniu i 6,7% w III kw. Stanowi to ryzyko w dół dla naszej prognozy zakładającej obniżenie tempa wzrostu konsumpcji do 4,4% w IV kw. wobec 4,6% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało Minutes z październikowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC uważają, że utrzymuje się podwyższone ryzyko geopolityczne dla perspektyw gospodarczych w Stanach Zjednoczonych związane z wojną handlową na linii USA-Chiny oraz *Brexitem*. Członkowie FOMC oceniają jednak, że obniżyło się ono względem poprzedniego posiedzenia ze względu na rozmowy prowadzone pomiędzy USA a

Chinami, a także wzrost prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE w oparciu o umowę wynegocjowaną przez B. Johnsona. Ponadto kilku członków FED zwróciło uwagę, że choć utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca perspektyw makroekonomicznych w USA ma negatywny wpływ na inwestycje przedsiębiorstw, jak dotąd nie znalazła ona odzwierciedlenia w pogorszeniu sytuacji na amerykańskim rynku pracy czy w nastrojach gospodarstw domowych. Jednocześnie treść *Minutes* jest spójna z retoryką szefa FED J. Powella, który po ostatnim posiedzeniu podkreślił, że Rezerwa Federalna „podejmie odpowiednie kroki” jeśli perspektywy gospodarcze w USA ulegną „znaczącemu” pogorszeniu. Prognozujemy, że FED w I poł. 2020 r. dokona kolejnych obniżek stóp procentowych o łącznej skali 50 pb. Będą one odpowiedzią na oczekiwane przez nas wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w USA związane z dalszym pogorszeniem koniunktury na świecie oraz eskalacją wojny handlowej na linii USA-Chiny. W naszej prognozie zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w najbliższych kwartałach będzie kształtowało się w wyraźnym trendzie spadkowym i osiągnie swoje minimum lokalne w III kw. 2020 r. na poziomie 0,4%. Uważamy, że w IV kw. zwiększy się ono do 1,4%.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Liczba pozwoleń na budowę zwiększyła się w październiku do 1461 tys. wobec 1391 tys. we wrześniu, liczba rozpoczętych budów wzrosła do 1314 tys. wobec 1226 tys., podczas gdy sprzedaż domów na rynku wtórnym wyniosła 5,46 wobec 5,38 mln. Dane wskazały tym samym na wyraźny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks Philadelphia FED, który zwiększył się w listopadzie do 10,4 pkt. wobec 5,6 pkt. w październiku, wskazując na poprawę sytuacji w przetwórstwie w stanach Pensylwania, New Jersey i Delaware. Wzrost odnotował także finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w listopadzie do 96,8 pkt. wobec 95,5 pkt. w październiku i 95,7 pkt. we wstępnym szacunku. Na wzrost indeksu złożyły się zwiększenie składowej dla oczekiwań oraz spadek składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają 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.

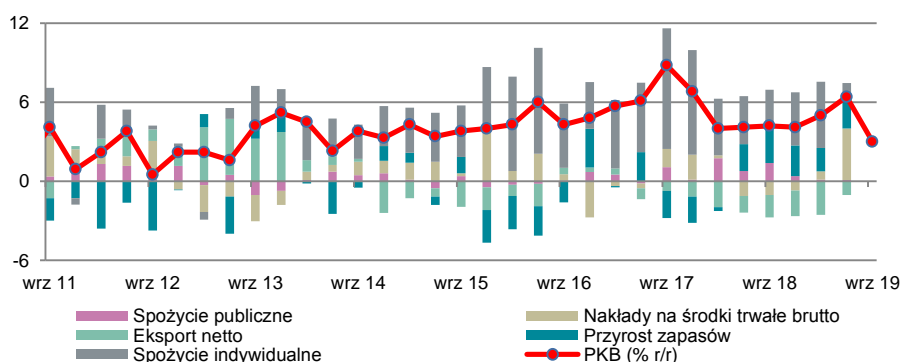
✓ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w listopadzie do 50,3 pkt. wobec 50,6 pkt. w październiku, co było poniżej oczekiwań rynku (51,0 pkt.) i naszej prognozy (50,8 pkt.).** Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Jest to spójne z naszą oceną formułowaną w ostatnich miesiącach, zgodnie z którą historycznie znaczące rozbieżności pomiędzy tymi sektorami były krótkotrwałe i w kolejnych miesiącach można oczekiwać pogorszenia koniunktury w usługach w ślad za słabszymi nastrojami w przetwórstwie (por. MAKROmapa z 28.10.2019). W ujęciu geograficznym nieznaczną poprawę koniunktury odnotowano we Francji, podczas gdy w Niemczech i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem sytuacja uległa pogorszeniu. Z punktu widzenia perspektyw polskiego eksportu szczególnie istotne są nastroje w niemieckim przetwórstwie przemysłowym. Indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa wyniósł 43,8 pkt. w listopadzie wobec 42,1 pkt. w październiku. Tym samym już 11 miesiąc z rzędu ukształtował się on poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku nieznacznego zwiększenia indeksu oddziaływały wyższe wkłady wszystkich 5 jego składowych: dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia, czasu dostaw oraz zapasów. Warto odnotować, że wzrost składowych odnotowano zarówno w przypadku nowych zamówień ogółem, jak i nowych zamówień eksportowych. Jednocześnie był to ich drugi z rzędu miesiąc wzrostu. Z jednej strony składowe dla nowych zamówień (ogółem i eksportowych) kształtują się nadal znacząco poniżej 50 pkt., co wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo utrzymania spadku aktywności w niemieckim przetwórstwie w kolejnych miesiącach. Z drugiej strony, w październiku ankietowane firmy po raz pierwszy od czerwca br. oczekują wzrostu produkcji w horyzoncie roku, co może

sygnalizować pierwsze oznaki poprawy koniunktury w niemieckim przetwórstwie. Widzimy znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w IV kw. zwiększy się do 0,3% wobec 0,2% w III kw.

**PKB w Niemczech zwiększył się w III kw. o 0,1% kw/kw wobec spadku o 0,2% w II kw. (1,0% r/r w III kw. wobec -0,1% w II kw.).** Tym samym gospodarce niemieckiej udało się uniknąć technicznej recesji (por. MAKROmapa z 18.11.2019). Do zwiększenia kwartalnej dynamiki PKB przyczyniły się wyższe wkłady eksportu netto (0,5 pp. w III kw. wobec -0,6 pp. w II kw.), konsumpcji (0,4 pp. wobec 0,2 pp.) oraz inwestycji (0,0 pp. wobec -0,1 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład zapasów (-0,7 pp. wobec 0,2 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w Niemczech w III kw. był eksport netto podczas gdy w II kw. była to konsumpcja. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje również struktura inwestycji, gdzie odnotowano silny spadek dynamiki inwestycji w maszyny i urządzenia (-2,6% kw/kw w III kw. wobec 0,3% w II kw.). Obniżenie inwestycji w tym segmencie było sygnalizowane wcześniej przez pogarszające się wyniki badań koniunktury w niemieckim przetwórstwie. Prognozujemy, że w IV kw. kwartalna dynamika niemieckiego PKB zwiększy się do 0,2%. Tym samym w całym 2019 r. tempo wzrostu niemieckiego PKB obniży się do 0,5% wobec 1,5% w 2018 r.

## Rumunia – powrót procedury nadmiernego deficytu?

Poniżej prezentujemy nasz scenariusz makroekonomiczny dla Rumunii na lata 2019-2021. W horyzoncie kilku kwartałów oczekujemy dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego przy inflacji utrzymującej się w dopuszczalnym przedziale odchyień od celu inflacyjnego ( $2,5 \pm 1\%$ ). W takich warunkach Narodowy Bank Rumunii (NBR) najprawdopodobniej będzie utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie (2,5%). Największym czynnikiem ryzyka dla perspektyw gospodarczych w najbliższych latach będzie kształt polityki fiskalnej. Jej ekspansywny charakter może w skrajnym przypadku doprowadzić do ponownego objęcia Rumunii procedurą nadmiernego deficytu.

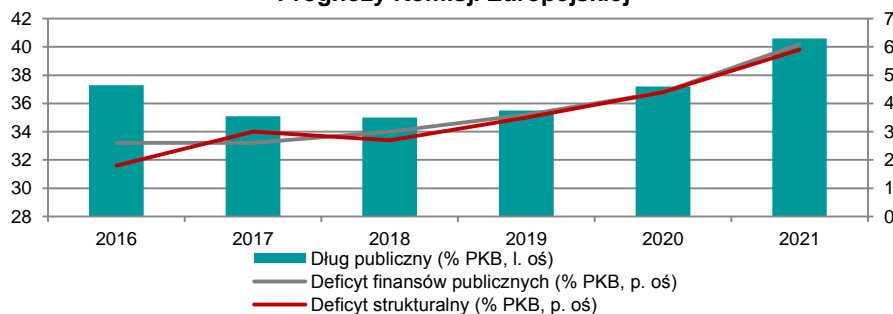


Wstępne dane o PKB za III kw. zasygnalizowały wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Rumunii (3,0% r/r wobec 6,4% w II kw.). Szczegółowe dane o strukturze PKB nie są zostały jeszcze opublikowane. Do spadku dynamiki PKB prawdopodobnie przyczyniła się niższa kontrybucja konsumpcji – efekt m.in. wygasającego wpływu podwyżek

płac w sektorze publicznym oraz niższego wzrostu płacy minimalnej w warunkach szybkiego wzrostu cen. Za spowolnienie mógł być również odpowiedzialny niższy wkład inwestycji, który jednorazowo wyraźnie podbił tempo wzrostu gospodarczego w II kw. Obniżająca się trajektoria wzrostu PKB jest zgodna z naszym scenariuszem (por. MAKROmapa z 17.12.2018), w którym znaczące rozluźnienie polityki fiskalnej realizowane w latach 2016-2018 przyczyniło się jedynie do przejściowego ożywienia, bez wyraźnych efektów długoterminowych w postaci podniesienia potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego. Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego ukształtuje się średniorocznie na poziomie 3,5% r/r w 2020 r. i 3,0% w 2021 r. wobec 4,0% w 2019 r.



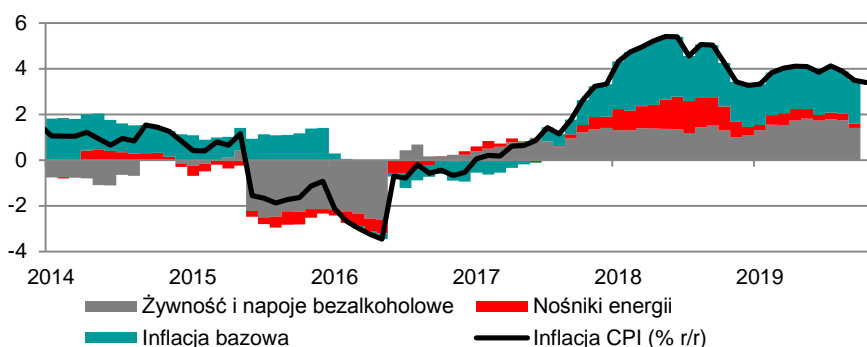
Prognozy Komisji Europejskiej



Źródło: Komisja Europejska

ogółem o 0,8% PKB w 2019 r., 2,3% w 2020 r. i 4,9% w 2021 r. w porównaniu do ich nominalnego poziomu z 2018 r. Komisja Europejska zwróciła uwagę, że uchwalone zmiany stanowią istotne ryzyko, że deficyt finansów publicznych przekroczy granicę 3% PKB w 2019 r. i kolejnych latach. Listopadowa prognoza KE przewiduje wzrost deficytu w relacji do PKB do 3,6% w 2019 r., 4,4% w 2020 r. i 6,1% w 2021 r. Zgodnie z ostatnimi wypowiedziami wicepremier R. Turcan, rząd nie ma zamiaru rezygnować z przyjętych planów dotyczących kształtowania się emerytur w przyszłym roku. Ewentualne wycofanie się z obietnicy podwyżek emerytur byłoby również szczególnie trudne ze względu na zaplanowane na 2020 r. wybory parlamentarne i lokalne. W takich warunkach istnieje znaczące ryzyko, że deficyt sektora GG przekroczy 3% PKB i Rumunia zostanie objęta procedurą nadmiernego deficytu. Materializacja takiego scenariusza wiązałaby się z koniecznością ograniczenia wydatków rządowych, spowolnieniem wzrostu gospodarczego, podwyższoną zmiennością kursu EURRON i wzrostem rentowności rumuńskich obligacji. Zgodnie z opublikowanym w niedzielę sondażem *exit poll* przeprowadzonym przez IRES, dotychczasowy prezydent Rumunii K. Iohannis zwyciężył w II turze wyborów prezydenckich uzyskując 66,5% głosów. Jego wygrana jest neutralna dla zarysowanego powyżej scenariusza.

Oczekiwany przez nas wciąż relatywnie szybki wzrost popytu krajowego przy ograniczonej dynamice eksportu z uwagi na przedłużające się spowolnienie w światowym handlu będzie oddziaływał w kierunku spadku wkładu eksportu netto do PKB. Takie tendencje będą sprzyjały tworzeniu się tzw. deficytów bliźniaczych (wzrost deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego spowodowany przez zwiększenie deficytu budżetowego). Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, prognozujemy, że saldo na rachunku obrotów bieżących wyniesie -5,0% PKB w 2019 r., -4,6% w 2020 r. i -4,3% w 2021 r.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

kierunku spadku inflacji będą oddziaływały wolniejszy wzrost cen żywności, niska inflacja w strefie euro oraz osłabienie popytu krajowego. Prognozujemy, że inflacja w Rumunii wyniesie 2,9% r/r w 2020 r. i 2,8% w 2021 r. wobec 3,8% w 2019 r.

Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest kształtowanie się polityki fiskalnej w najbliższych latach. Zgodnie przyjętą ustawą, emerytury zostały podniesione o 15% we wrześniu br. i wzrosną one o 40% we wrześniu 2020 r. Zgodnie z szacunkami rządu wspomniane zmiany oddziałują w kierunku wzrostu wydatków publicznych

Przez większą część 2019 r. inflacja kształtowała się na podwyższonym poziomie (przeciętnie 3,8% r/r w okresie styczeń-październik br.) – przekraczającym górną granicę pasma dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBR ( $2,5 \pm 1\%$ ). Uważamy, że w horyzoncie prognozy inflacja będzie kształtowała się w dopuszczalnym paśmie odchyłeń od celu. W

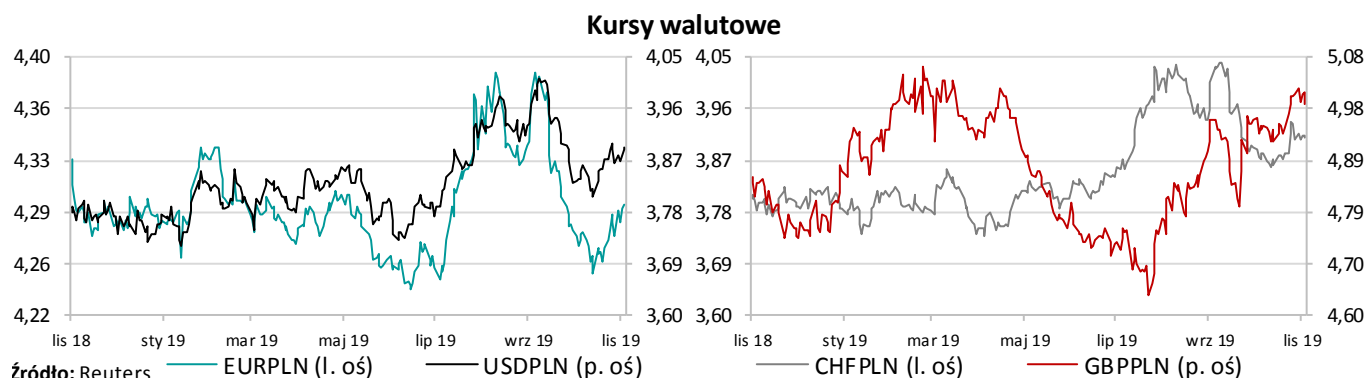
Doświadczenia z kilku ostatnich lat wskazują, że NBR traktuje cel inflacyjny w sposób przedziałowy (1,5%-3,5%), nie punktowy. Tym samym w przypadku realizacji scenariusza inflacyjnego zarysowanego powyżej, oczekujemy, że NBR będzie utrzymywał stabilne stopy procentowe do końca 2021 r.

Materializacja takiego scenariusza będzie zgodna z naszymi oczekiwaniami dotyczącymi kształtu polityki pieniężnej w strefie euro. W warunkach pogarszającej się sytuacji w finansach publicznych dostrzegamy ryzyko, że deprecjacja leja rumuńskiego względem euro będzie silniejsza od naszych oczekiwań (wzrost kursu EURRON do 4,80 na koniec 2021 r.). Skala osłabienia leja będzie, podobnie jak w ostatnich kwartałach, ograniczana przez interwencje banku centralnego.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Rumunii									
	2019	2020	2021		2019	2020	2021		
Tempo wzrostu PKB (%r/r)	4,0	3,5	3,0	Inflacja CPI (%r/r)	3,8	2,9	2,8		
	gru 19	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21
Stopa procentowa NBR (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
EURRON	4,75	4,76	4,76	4,76	4,76	4,80	4,80	4,80	4,80

Źródło: Credit Agricole

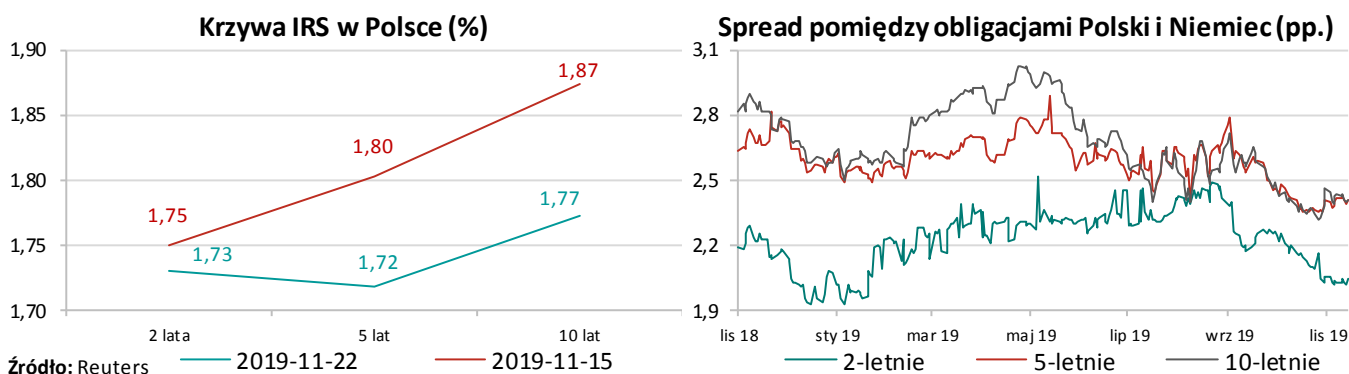
## Dane o inflacji i sprzedaży detalicznej w Polsce mogą osłabić złotego



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2967 (osłabienie złotego o 0,5%).** Od poniedziałku do piątku kursu EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym, co związane było ze wzrostem światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanym zwiększeniem indeksu VIX. Mniejszemu zainteresowaniu inwestorów ryzykownymi aktywami sprzyjały doniesienia medialne, zgodnie z którymi rośnie prawdopodobieństwo, że pierwsza faza porozumienia pomiędzy USA a Chinami zostanie podpisana dopiero na początku 2020 r., podczas gdy wcześniej miał być to koniec br. Opublikowane w piątek wyniki badań koniunktury w najważniejszych gospodarkach strefy euro oraz krajowych danych o produkcji przemysłowej nie miały istotnego wpływu na kurs złotego. Ze względu na naturę ubiegłotygodniowej deprecjacji polskiej waluty związanej ze wzrostem światowej awersji do ryzyka złoty tracił na wartości również względem dolara.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane o polskiej sprzedaży detalicznej, które w przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy mogą doprowadzić do jego osłabienia. Negatywne dla polskiej waluty będą naszym zdaniem również wstępne dane o krajowej inflacji. Neutralny dla złotego będzie natomiast finalny szacunek polskiego PKB. Zaplanowane na ten tydzień liczne publikacje danych z USA (drugi szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe oraz indeks Conference Board), a także danych ze strefy euro (wstępna inflacja dla strefy euro i Niemiec oraz indeks Ifo dla Niemiec) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

## Krajowe dane o sprzedaży detalicznej i inflacji kluczowe dla stawek IRS



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie obniżyły się do 1,73 (spadek o 2pb), 5-letnie do 1,72 (spadek o 8pb), a 10-letnie do 1,78 (spadek o 10pb).** W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z łagodnym spadkiem stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Obniżenie rentowności długu na rynkach bazowych było efektem doniesień medialnych wskazujących, że pierwsza faza porozumienia pomiędzy USA a Chinami zostanie podpisana dopiero na początku przyszłego roku, podczas gdy zgodnie ze wcześniejszymi zapowiedziami miał to być koniec br. W czwartek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2020 r. za 4,2 mld PLN i sprzedało obligacje o 3-, 5-, 6-, 10- i 28-letnich terminach zapadalności za 4,1 mld PLN przy popycie równym 5,1 mld PLN. Aukcja miała ograniczony wpływ na stawki IRS. Opublikowane w piątek wstępne indeksy PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro przyczyniły się do dalszego spadku stawek IRS na całej długości krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą krajowe dane o sprzedaży detalicznej oraz inflacji. Uważamy, że w obydwu przypadkach dane mogą przyczynić się do spadku stawek IRS. Finalny szacunek polskiego PKB nie będzie miał naszym zdaniem istotnego znaczenia dla krzywej. Naszym zdaniem liczne dane z USA (drugi szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe oraz indeks Conference Board), a także dane ze strefy euro (wstępna inflacja dla strefy euro i Niemiec oraz indeks Ifo dla Niemiec) będą miały ograniczony wpływ 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	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	<b>4,30</b>
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	<b>3,89</b>
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	<b>3,91</b>
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	3,5	
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	-0,1	
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	<b>4,0</b>	
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	5,9	
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	2,5	
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	<b>5,1</b>	
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	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-0,1	-0,8	
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**
<b>Poniedziałek 25.11.2019 r.</b>						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	5,3	4,0	5,1
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	94,6	94,8	95,0
<b>Wtorek 26.11.2019 r.</b>						
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	9,4	8,9	9,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Wrzesień	-0,2		0,3
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Listopad	8,0		
16:00	USA	Sprzedż nowych domów (tys.)	Październik	701	712	708
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	125,9	127,0	126,8
<b>Środa 27.11.2019 r.</b>						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Październik	5,1	5,1	5,1
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	III kw.	1,9	2,0	1,9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	-1,2	-0,9	-0,5
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Październik	0,2		
<b>Czwartek 28.11.2019 r.</b>						
9:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	5,5		5,5
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	4,6	3,9	3,9
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Listopad	-0,19		-0,14
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,9	1,2	1,3
<b>Piątek 29.11.2019 r.</b>						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	2,5	2,5	2,6
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	7,5		7,5
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	0,7	0,9	0,9
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Listopad	43,2		46,0

\* 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