

W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 200 tys. osób w listopadzie wobec 128 tys. w październiku (efekt zakończenia strajku w firmie General Motors), przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,6%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 138 tys. w listopadzie wobec 125 tys. w październiku). Dzisiaj opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zwiększy się do 49,2 pkt. w listopadzie wobec 48,3 pkt. w październiku. Nieznaczny wzrost indeksu sygnalizowany był wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Oczekujemy, że spadek indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże na lekkie pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych (96,5 pkt. w listopadzie wobec 96,8 pkt. w październiku). Uważamy, że materializacja naszej prognozy dotyczącej przyrostu zatrudnienia poza rolnictwem, która kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (180 tys.), będzie oddziaływała w kierunku umocnienia dolara, osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. Pozostałe publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu zostanie poruszona kwestia silniejszego od oczekiwań spowolnienia inwestycji i wzrostu gospodarczego w III kw. oraz inflacji, która ponownie kształtuje się powyżej celu inflacyjnego NBP (patrz poniżej). Naszym zdaniem prezes NBP powtórzy w czasie konferencji swój pogląd, że stopy procentowe NBP pozostaną stabilne w najbliższych kwartałach. Uważamy, że konferencja będzie utrzymana w łagodnym tonie, a tym samym będzie ona oddziaływała w kierunku osłabienia kursu złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **Opublikowany dzisiaj indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 51,8 pkt. wobec 51,7 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (51,4 pkt.) oraz zgodnie z naszą prognozą.** Tym samym od 4 miesięcy indeks pozostaje powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla zatrudnienia, która ukształtowała się powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od marca br. Jednocześnie składowe dla bieżącej produkcji oraz nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych, mimo nieznacznego spadku w listopadzie, pozostają powyżej poziomu 50 pkt. Na nieznaczną poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również opublikowany w weekend indeks CFLP PMI, który zwiększył się w listopadzie do 50,2 pkt. wobec 49,3 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,5 pkt.). W naszej ocenie wskazuje to na efekty stymulacji wzrostu gospodarczego w Chinach prowadzonej przez chiński rząd. 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 kolejne działania na rzecz zwiększenia akcji kredytowej (zatrzymanie procesu delewarowania banków, obniżenie stóp procentowych), osłabienia juana zgodnego z pogorszeniem salda bilansu handlowego Chin oraz w większym stopniu rozluźniona zostanie polityka fiskalna.
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 46,7 pkt. wobec 45,6 pkt. w październiku, kształtując się powyżej naszej prognozy (46,1 pkt.) i konsensusu rynkowego (46,6 pkt.).** Tym samym już trzynasty miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu PMI wynikał z

wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa kontrybucja składowej dla zapasów pozycji zakupionych. Składowa dla zatrudnienia nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października. Uważamy, że wzrost indeksu PMI w listopadzie wynikał głównie z oddziaływania efektów niskiej bazy sprzed miesiąca (w październiku wskaźnik ukształtował się na najniższym poziomie od 2009 r., por. MAKROmapa z 04.11.2019), a w mniejszym stopniu odzwierciedlał rzeczywistą poprawę nastrojów przedsiębiorców. Wsparciem dla takiej oceny jest dalszy spadek Wskaźnika Oczekiwanej Produkcji (w horyzoncie 12 miesięcy) i osiągnięcie przez niego kolejnego minimum w historii szeregu (od października 2012 r.). Ponadto firmy wciąż redukowały zatrudnienie, a spadek nowych zamówień i bieżącej produkcji spowolnił tylko nieznacznie. W sumie struktura indeksu wskazuje na utrzymujący się silnie negatywny wpływ spowolnienia w Niemczech na koniunkturę w polskim przetwórstwie. Dane o wskaźniku PMI za okres październik-listopad sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w IV kw. br. (4,0% r/r) i całym 2019 r. (4,4%). Nasz zrewidowany średnioterminowy scenariusz makroekonomiczny przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z finalnym szacunkiem tempo wzrostu polskiego PKB w III kw. wyniosło 3,9% r/r wobec 4,6% w II kw., a tym samym było ono zgodne z opublikowanym wcześniej wstępnym szacunkiem.** Oczyszczony z wpływu czynników sezonowych PKB wzrósł w III kw. o 1,3% kw/kw wobec wzrostu o 0,8% w II kw. Spowolnienie wzrostu gospodarczego wynikało z niższych wkładów inwestycji (0,8 pp. w III kw. wobec 1,5 pp. w II kw.), zapasów (-0,7 pp. wobec -0,2 pp.) i spożycia prywatnego (2,2 pp. wobec 2,5 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady eksportu netto (0,8 pp. wobec 0,2 pp.) i spożycia publicznego (0,8 pp. wobec 0,6 pp.). Tym samym, główną przyczyną spowolnienia PKB w III kw. były inwestycje, co wynikało naszym zdaniem z niższej dynamiki zarówno inwestycji przedsiębiorstw jak również inwestycji publicznych (por. MAKROpuls z 29.11.2019). Warto odnotować, że największym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. podobnie jak w II kw. było spożycie indywidualne. Niemniej obniżająca się dynamika konsumpcji może świadczyć o zwiększonej skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania, która osłabia wpływ znaczącego zwiększenia transferów socjalnych na konsumpcję. Dane o PKB w III kw. sygnalizują znaczące ryzyko w dół dla naszych prognoz wzrostu gospodarczego w latach 2019 (4,4%) i 2020 (3,5%). Ryzyko to jest związane głównie z niższą niż oczekiwaliśmy dynamiką inwestycji i konsumpcji.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w listopadzie do 2,6% r/r wobec 2,5% w październiku, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i powyżej naszej prognozy (2,5%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (6,5% r/r w listopadzie wobec 6,1% w październiku – w naszej ocenie efekt wyższej dynamiki cen mięsa oraz owoców) oraz wyższej inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się do 2,5% r/r wobec 2,4%, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen paliw (-5,5% r/r wobec -4,8%). Dynamika cen nośników energii nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła -1,7% r/r. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 13 grudnia. Uważamy, że w całym 2019 r. inflacja w Polsce wyniesie 2,3% r/r wobec 1,6% w 2018 r.
- **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wzrosła w październiku do 5,4% wobec wzrostu o 5,3% we wrześniu.** W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 4,6% wobec 4,3% we wrześniu. Wzrost rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w październiku nastąpił mimo efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni

roboczych, a także efektu wysokiej bazy sprzed roku w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle, części”. W strukturze październikowej sprzedaży detalicznej na szczególną uwagę zasługuje znaczący wzrost dynamiki sprzedaży żywności w sklepach wyspecjalizowanych. Sygnalizuje to, że sformułowana przez nas w ubiegłym miesiącu hipoteza o negatywnym wpływie silnego skumulowanego wzrostu cen żywności na popyt na produkty żywnościowe nie znajduje, jak dotąd, potwierdzenia (por. MAKROpuls z 25.11.2019). W październiku 6-miesięczne średnie kroczące dla rocznej realnej dynamiki sprzedaży w kategoriach „meble, rtv, agd” oraz „sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach”, będące barometrami siły popytu konsumpcyjnego, utrzymały się na wysokim poziomie. Uwzględniając opublikowany w ubiegłym tygodniu finalny szacunek polskiego PKB oczekujemy, że dynamika konsumpcji w IV kw. wyniesie ok. 4,0%.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB wyniosło 2,1% wobec 1,9% w pierwszym szacunku. Zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego wynikało z wyższych wkładów zapasów (0,17 pp. w drugim szacunku wobec -0,05 pp. w pierwszym szacunku), inwestycji (-0,18 pp. wobec -0,22 pp.) oraz konsumpcji prywatnej (1,17 pp. wobec 1,14 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie wkładów wydatków rządowych (0,28 pp. wobec 0,35 pp.) i eksportu netto (-0,11 pp. wobec -0,08 pp.). Tym samym drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. podobnie jak w II kw. była konsumpcja. Wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w październiku o 0,6% m/m wobec spadku o 1,4% we wrześniu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (-0,8%). Bez uwzględnienia środków transportu dynamika zamówień na dobra trwałe wzrosła w październiku o 0,6% m/m wobec spadku o 0,4% we wrześniu. Silny wzrost dynamiki zamówień w znacznym stopniu wynikał z wyższej dynamiki zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty, która zwiększyła się w październiku do 1,2% wobec -0,5% we wrześniu (-0,8% r/r w październiku wobec -0,9% we wrześniu). Wskazuje to na wysokie prawdopodobieństwo stabilizacji dynamiki inwestycji w kolejnych kwartałach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży nowych domów (733 tys. w październiku wobec 738 tys. we wrześniu – rewizja w górę z 701 tys.), które w połączeniu z opublikowanymi w listopadzie danymi nt. nowych pozwoleń na budowę, rozpoczętych budów oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym wskazały na wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowany został także indeks Conference Board, który zmniejszył się w listopadzie do 125,5 pkt. wobec 126,1 pkt. wskazując na nieznaczne pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy składowa dla oczekiwań zwiększyła się. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w IV kw. do 1,7%. W kolejnych kwartałach oczekujemy jego dalszego zmniejszenia do 0,4% w III kw. 2020 r., co w znacznym stopniu związane będzie z negatywnym wpływem zakładanej przez nas eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny amerykańską gospodarke.

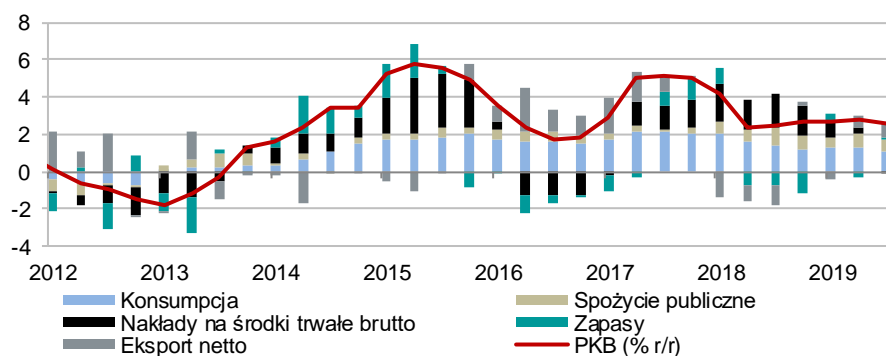
➤ **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zwiększył się w listopadzie do 95,0 pkt. wobec 94,7 pkt. w październiku, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i lekko powyżej naszej prognozy (94,8 pkt.).** Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w handlu i usługach, podczas gdy sytuacja w budownictwie i przetwórstwie pogorszyła się. Uwzględniając opublikowane dwa tygodnie temu wstępne indeksy PMI dla Niemiec (por. MAKROmapa z 25.11.2019) dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech zwiększy się w IV kw. do 0,2% wobec 0,1% w III kw.

➤ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w listopadzie do 1,0% r/r wobec 0,7% w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku równych naszej**

prognozie (0,9%). Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen usług oraz żywności. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego łagodnego wzrostu inflacji w strefie euro, niemniej do końca 2020 r. nie przekroczy ona poziomu 1,3% r/r. Prognozujemy również, że w tym samym okresie inflacja bazowa nie przekroczy poziomu 1,4% r/r.

Koniec zacieśniania polityki pieniężnej w Czechach

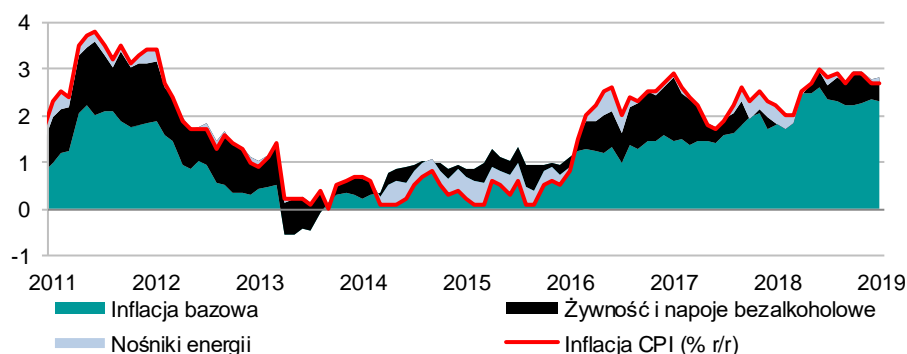
W najbliższych kwartałach wzrost gospodarczy będzie stopniowo spowalniał ograniczany przez niekorzystną koniunkturę za granicą oraz zacieśnianie polityki pieniężnej realizowane przez bank centralny w ostatnich kwartałach. Inflacja kształtuje się obecnie na podwyższonym poziomie, jednak ze względu na wygasanie przejściowych efektów ją podbijających i niskie tempo wzrostu cen za granicą, powinna ona osiągnąć cel inflacyjny (2,0%) na przełomie lat 2020-2021 r. W takich warunkach oczekujemy, że Narodowy Bank Czech (CNB) będzie utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie co najmniej do końca 2021 r.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Tempo wzrostu PKB w Czechach ukształtowało się na poziomie 2,5% r/r w III kw. wobec 2,7% w II kw. Czynniki oddziałującymi w kierunku spadku tempa wzrostu gospodarczego były niższe wkłady konsumpcji i inwestycji. Z uwagi na silniejsze spowolnienie importu niż eksportu kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB nieznacznie zwiększyła się. Warto zwrócić

uwagę, że w III kw. po raz pierwszy od I kw. 2017 r. odnotowano spadek inwestycji w ujęciu rok do roku (o 0,3% wobec wzrostu o 1,4% w II kw.). W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymywania się lekkiej trajektorii spadkowej wzrostu gospodarczego z uwagi na niekorzystne uwarunkowania w handlu światowym oraz dekoniunkturę w niemieckim przetwórstwie, które będą miały naszym zdaniem niekorzystny wpływ na inwestycje i eksport w Czechach. Czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy będzie również wyhamowanie ekspansji polityki fiskalnej. Zgodnie z szacunkami CNB, z uwagi na wyższe wydatki rządowe (m.in. podwyżki płacy minimalnej, inwestycje publiczne, wysokie tempo wzrostu płac w sferze budżetowej) tempo wzrostu gospodarczego będzie podbijane o ok. 0,5 pkt. proc. średniorocznie w 2019 r. Z kolei w 2020 r. impuls fiskalny będzie neutralny dla wzrostu gospodarczego. Wzrost PKB będzie również ograniczane przez zacieśnianie polityki pieniężnej realizowane w ostatnich kwartałach. W rezultacie prognozujemy, że dynamika PKB wyniesie 2,4% r/r w 2020 r., 2,2% w 2021 r. wobec 2,5% w 2019 r. Opublikowane dziś bardzo słabe wyniki badań koniunktury w czeskim przetwórstwie, wskazujące na coraz szybszy spadek nowych zamówień, bieżącej produkcji i nowych zamówień (najszybciej od 2009 r.), stanowią wsparcie dla naszego scenariusza spowolnienia wzrostu gospodarczego w Czechach w kolejnych kwartałach.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Przez cały br. inflacja w Czechach kształtowała się blisko górnej granicy pasma dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego CNB ($2,0 \pm 1\%$). Była ona napędzana przez presję popytową i kosztową związaną z szybkim wzrostem wynagrodzeń, podwyżki cen administrowanych (nośniki energii) oraz wyższe ceny żywności. W 2020 r. wspomniane czynniki będą

stopniowo wygasać, co będzie oddziaływało w kierunku spadku inflacji. Odwrotny wpływ będzie miała zaplanowana na przyszły rok podwyżka akcyzy na alkohol i papierosy. Biorąc pod uwagę wspomniane czynniki, w warunkach niskiego tempa wzrostu za granicą, oczekujemy lekkiego spadku inflacji w Czechach do 2,5% r/r w 2020 r. i 2,0% w 2021 r. wobec 2,8% w br.

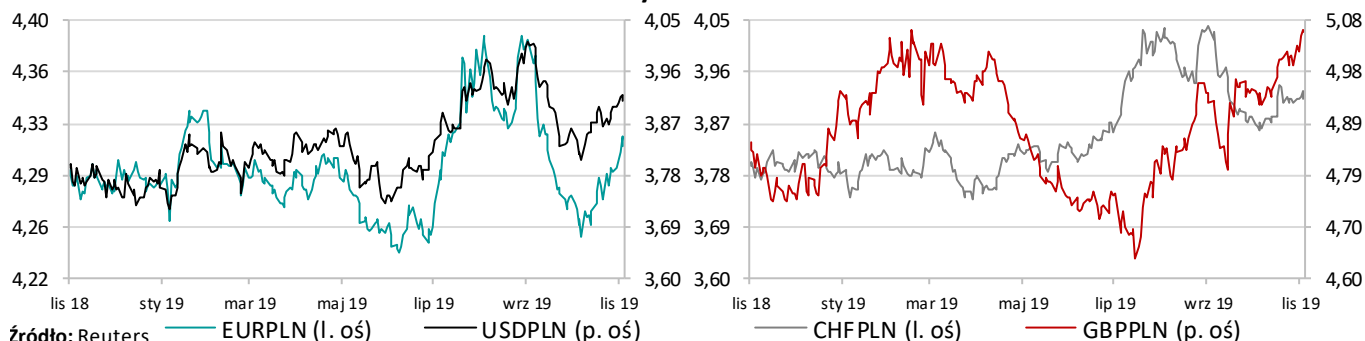
W ostatnich kwartałach CNB stosował bardzo skrupulatne podejście do celu inflacyjnego. Realizując swój mandat, od III kw. 2017 r. CNB stopniowo normalizował politykę pieniężną, podnosząc stopy procentowe do obecnego poziomu równego 2,00%. Przedstawiona w listopadowym raporcie o inflacji prognoza 2-tygodniowej stopy repo implikuje zacieśnienie polityki pieniężnej w IV kw. br., a następnie jej złagodzenie w połowie 2020 r. Taki scenariusz uważamy za skrajnie mało prawdopodobny. Częste zmiany stopy procentowej oddziaływałyby bowiem w kierunku spadku wiarygodności CNB.

Należy zwrócić uwagę, że CNB oczekuje, że inflacja tylko przejściowo będzie kształtowała się na podwyższonym poziomie, a na przełomie lat 2020-2021 osiągnie cel inflacyjny (2%). Ponadto, część członków CNB uważa, że ryzyka dla ścieżki tempa wzrostu cen są skierowane w dół. Dodatkowo zwracają oni uwagę, że podwyżki stóp procentowych nie są obecnie potrzebne, gdyż i tak nie będą one miały istotnego wpływu na inflację w horyzoncie kilku miesięcy z uwagi na długi czas transmisji decyzji w polityce pieniężnej na tempo wzrostu cen. Kolejnym argumentem na rzecz stabilizacji stóp procentowych jest słaba koniunktura w realnej sferze gospodarki – niepewność dotycząca perspektyw popytu zagranicznego negatywnie wpływająca na aktywność przemysłu i inwestycje.

W rezultacie oczekujemy, że CNB utrzyma niemieniony poziom stóp procentowych w latach 2019-2021. Dostrzegamy ryzyko, że CNB zdecyduje się na podwyżkę stóp, jeśli inflacja będzie kształtowała się powyżej ścieżki przedstawionej w listopadowej projekcji inflacji. Wsparciem dla takiego alternatywnego scenariusza są opinie niektórych członków CNB, którzy uważają, że utrzymywanie się inflacji na obecnym poziomie sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych na zbyt wysokim poziomie. W horyzoncie prognozy oczekujemy dalszej lekkiej aprecjacji kursu korony do 25,30 na koniec 2021 r.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Czechach									
	2019	2020	2021				2019	2020	2021
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	2,5	2,4	2,2	Inflacja CPI (% r/r)			2,8	2,5	2,0
	gru 19	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21
2-tyg. stopa REPO CNB (%)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
EURCZK	25.70	25.60	25.50	25.40	25.40	25.40	25.30	25.30	25.30

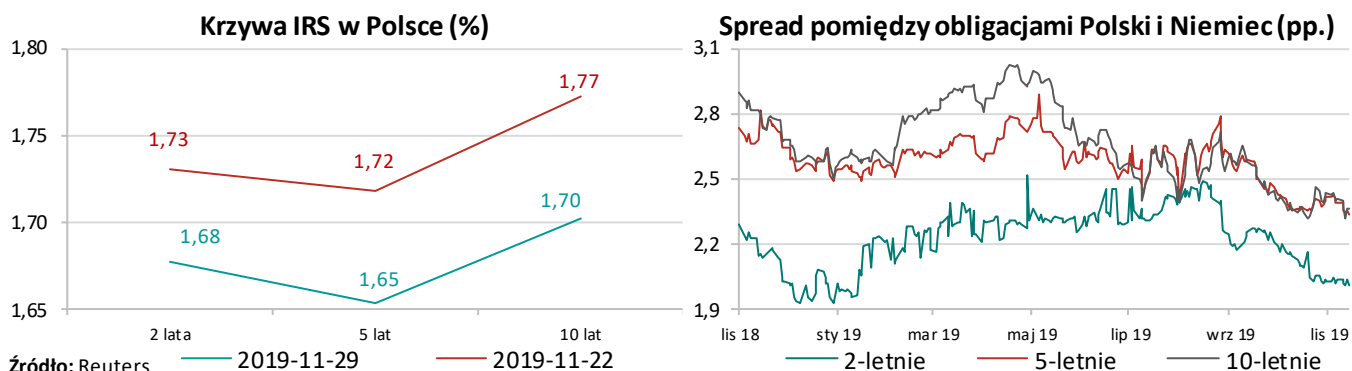
Źródło: Credit Agricole


Posiedzenie RPP lekko negatywne dla złotego
Kursy walutowe


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3121 (osłabienie złotego o 0,4%). 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 sprzyjała decyzja prezydenta USA D. Trumpa, który podpisał ustawę Kongresu o poparciu dla prodemokratycznych demonstrantów w Hong Kongu, co doprowadziło do zwiększenia napięcia na linii USA-Chiny. W czwartek dodatkowym czynnikiem negatywnym dla złotego był wyrok Sądu Najwyższego, który w swoim orzeczeniu dopuścił możliwość przewalutowania kredytu frankowego przy jednoczesnym pozostawieniu jego oprocentowania opartego o stawkę LIBOR. W piątek doszło do nieznacznej korekty. Piątkowe dane o polskim PKB i inflacji nie miały istotnego wpływu na rynek.

Ze względu na naturę ubiegłotygodniowej deprecjacji polskiej waluty związanej ze wzrostem światowej awersji do ryzyka złoty tracił na wartości również względem dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego. W ubiegłym tygodniu doszło również do wzrostu kursu GBPPLN, co było efektem wspomnianego wyżej osłabienia złotego względem euro, a także umocnienia funta brytyjskiego względem euro. W kierunku spadku kursu EURGBP oddziaływały publikacje sondaży wskazujących na rosnące prawdopodobieństwo uzyskania przez Torysów większości w brytyjskim parlamencie, co umożliwiłoby przeprowadzenie *Brexitu* w oparciu o umowę B. Johnsona.

Opublikowane dzisiaj indeksy PMI dla przetwórstwa przemysłowego w Chinach i w Polsce są neutralne dla złotego. W tym tygodniu kluczowe dla polskiej waluty będą dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. Uważamy, że ich publikacja może doprowadzić do osłabienia kursu polskiej waluty. Lekko negatywne dla złotego może być również posiedzenie RPP. Bez istotnego znaczenia dla rynku będą naszym zdaniem pozostałe dane z USA (indeks ISM dla przetwórstwa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), a także finalne dane o PKB w strefie euro.


Dane z amerykańskiego rynku pracy w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu 2-letnie obniżyły się do 1,68 (spadek o 5pb), 5-letnie do 1,65 (spadek o 7pb), a 10-letnie do 1,70 (spadek o 7pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia ze spadkiem stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Obniżenie rentowności długu na rynkach bazowych w znacznym stopniu było efektem zwiększenia obaw inwestorów dotyczących porozumienia pomiędzy USA a Chinami, po tym jak D. Trump podpisał ustawę Kongresu o poparciu dla prodemokratycznych demonstrantów w Hong Kongu. Krajowe dane o PKB i inflacji miały ograniczony wpływ na rynek.

Opublikowany dzisiaj rano indeks PMI dla polskiego przetwórstwa jest neutralny dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Uważamy, że w przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS. Przeciwny wpływ może mieć naszym zdaniem posiedzenie RPP. Neutralne dla stawek IRS będą natomiast pozostałe dane z USA (indeks ISM dla przetwórstwa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), a także finalne dane o PKB w strefie euro.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kw 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 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*	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,32
Kurs USDPLN*	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,86
Kurs CHFPLN*	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,93
Inflacja CPI (r/r, %)	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	2,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	2,6
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,5	0,8	0,8
Inflacja PPI (r/r, %)	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,1	0,0	0,0
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	4,8	4,8
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	6,2	6,2
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,0	5,0
Saldo ROB (mln EUR)	113	-1528	2529	-630	217	357	379	-310	-797	-657	171	122	122	122
Eksport (r/r, % EUR)	9,3	-0,5	5,9	10,5	7,8	9,4	11,6	-3,1	7,7	-0,1	9,3	5,9	5,9	5,9
Import (r/r, % EUR)	10,3	0,2	2,1	8,4	2,8	7,7	10,1	-4,7	8,4	-2,5	4,3	1,2	1,2	1,2

* 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	3,9	4,4	4,5	4,3	3,9	3,5	4,3	4,3	4,1	
Inwestycje (% r/r)	12,2	9,1	4,7	6,8	5,2	5,7	4,1	4,3	8,9	8,5	4,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,3	3,2	5,0	4,9	4,2	4,1	4,2	4,4	7,0	5,0	4,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	3,1	3,9	5,0	7,2	6,3	5,5	5,0	7,6	5,1	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,5	2,5	2,2	2,2	2,8	2,5	2,3	1,8	2,5	2,5	2,3
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,5	0,8	1,7	0,7	1,0	0,8	1,1	1,6	1,5	0,9
	Eksport netto (pp.)	1,0	0,2	0,8	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	0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,9	0,2	-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	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,72	1,71	1,71	
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**
Poniedziałek 02.12.2019 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	51,7	51,8	51,4
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	45,6	46,1	46,6
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	43,8	43,8	43,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	46,6	46,6	46,6
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	52,2		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	48,3	49,2	49,2
Wtorek 03.12.2019 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-1,2		-1,9
Środa 04.12.2019 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Grudzień	1,50	1,50	1,50
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Listopad	51,5	51,5	51,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Listopad	50,3	50,3	50,3
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	125		140
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Listopad	54,7	54,2	54,5
Czwartek 05.12.2019 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	1,3		0,4
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	III kw.	1,2	1,2	1,2
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2	0,2
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	1,0		1,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	0,1		0,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	-0,6	0,2	0,3
Piątek 06.12.2019 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-0,6		0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	3,6	3,6	3,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	128	200	180
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	0,2		0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	0,0		
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	96,8	96,5	97,0

* 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