W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [1,50%; 1,75%]. Naszym zdaniem, podczas konferencji po posiedzeniu J. Powell stwierdzi, że po złagodzeniu polityki pieniężnej na ostatnich trzech posiedzeniach, FED przechodzi obecnie do podejścia *„wait-and-see”*. W centrum uwagi rynków będą informacje dotyczące kształtowania się polityki pieniężnej w USA w horyzoncie kilku miesięcy. Uważamy, że prezes FED podtrzyma swój pogląd, że kolejne obniżki stóp procentowych byłyby możliwe w przypadku wyraźnej zmiany oczekiwań FOMC dotyczących perspektyw makroekonomicznych. FED przedstawi także najnowsze projekcje ekonomiczne. Uważamy, że mediana oczekiwań dla stóp procentowych obniży się w 2019 r. (odzwierciedlając łagodzenie polityki pieniężnej zrealizowane w br.) i wskaże na stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie również w 2020 r. Nie zakładamy natomiast istotnych zmian w przypadku prognozowanych ścieżek PKB, inflacji oraz bezrobocia. Stabilizacja stóp procentowych przez FOMC w tym tygodniu jest zgodna z konsensusem rynkowym i jest w pełni wyceniona przez kontrakty terminowe. Tym samym konferencja po posiedzeniu nie powinna mieć istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że FED obniży stopy procentowe o 25 pb w II kw. 2020 r. w reakcji na oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego. W świetle ostatnich bardzo dobrych danych z rynku pracy w USA (patrz poniżej) i braku sygnałów wskazujących na istotny wzrost prawdopodobieństwa eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny dostrzegamy lekkie ryzyko w górę dla oczekiwanej przez nas ścieżki stóp procentowych w USA. Rynek wycenia obecnie niepełną obniżkę stóp procentowych w 2020 r.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC**. Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienione parametry polityki pieniężnej w strefie euro. Będzie to pierwsze posiedzenie, któremu przewodniczyć będzie Ch. Lagarde. Uważamy, że zmiana na stanowisku prezesa EBC nie będzie miała istotnego wpływu na perspektywy kształtowania się polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBC będzie kontynuował program luzowania ilościowego (QE2) do marca 2022 r. i obniży stopę depozytową o 10 pb w czerwcu 2020 r. Podczas konferencji zaprezentowane zostaną wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej, które nie ulegną dużym zmianom w porównaniu do wrześniowej prognozy. Oczekujemy, że konferencja prasowa będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W czwartek odbędą się wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii.** Zgodnie z najnowszymi sondażami Partia Konserwatywna cieszy się obecnie największym poparciem (ponad 40%), a na Partię Pracy zagłosowałaby ok. jedna trzecia wyborców. Wyniki sondaży są zgodne z naszym scenariuszem bazowym – zwycięstwem Torysów. Materializacja takiego scenariusza oznaczałaby znaczący wzrost prawdopodobieństwa przyjęcia przez parlament brytyjski wynegocjowanego przez B. Johnsona w październiku porozumienia z UE w sprawie Brexitu. Tym samym Wielka Brytania opuściłaby UE z końcem stycznia 2020 r. Uważamy, że wynik wyborów zgodny z naszymi oczekiwaniami będzie oddziaływał w kierunku umocnienia funta brytyjskiego oraz spadku globalnej awersji do ryzyka, a tym samym będzie pozytywny dla kursu złotego względem głównych walut i cen polskiego długu. Wynikową tych dwóch tendencji może być wzrost kursu GBPPLN. Inwestorzy będą najprawdopodobniej dyskontowali przedstawiony powyżej wynik wyborów w najbliższych dniach, a w rezultacie zarysowane tendencje rynkowe będą obserwowane przez cały tydzień.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyła się do 0,5% m/m w listopadzie z 0,3% w październiku z uwagi na wzrost sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w listopadzie do 2,1% r/r wobec 1,8% w październiku, na co złożyły się wzrost inflacji bazowej (do 2,4% r/r z 2,3% w październiku) i wyższa dynamika cen żywności.

Naszym zdaniem publikacje danych z USA pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.

- **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 10,0 pkt. w grudniu z -2,1 pkt. w listopadzie. W kierunku poprawy nastrojów oddziaływało zmniejszenie (w percepcji rynków) ryzyka eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny oraz wyhamowanie tendencji recesyjnych w niemieckim przetwórstwie. Publikacja będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że inflacja ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (2,6% r/r wobec 2,5% w październiku). Na wzrost inflacji w sierpniu złożyły się wyższa dynamika cen żywności, niższe tempo wzrostu cen paliw oraz zwiększenie inflacji bazowej. Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.
- **W weekend poznaliśmy dane nt. salda chińskiego bilansu handlowego, które zmniejszyło się w listopadzie do 38,7 mld USD wobec 42,8 mld USD w październiku, co było poniżej oczekiwań rynku (46,3 mld USD).** Jednocześnie dynamika eksportu spadła w listopadzie do -1,1% r/r wobec -0,9% w październiku, podczas gdy dynamika importu wzrosła do 0,3% r/r wobec -6,4%, co było odpowiednio poniżej i powyżej konsensusu rynkowego (1,0% i -1,8%). Struktura danych wskazuje naszym zdaniem na znaczący negatywny wpływ wojny handlowej i dekoniunktury w światowym handlu na chiński eksport, przy jednoczesnej nieznacznej poprawie popytu wewnętrznego będącego efektem stymulacji prowadzonej przez chiński rząd. Podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym zakładamy, że z 65% prawdopodobieństwem USA i Chiny osiągną pierwszą fazę porozumienia handlowego. Jednocześnie oceniamy, że z 55% prawdopodobieństwem nastąpi to w grudniu.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne na lata 2019-2021 (patrz poniżej).** Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2019 r. wyniesie 4,2% r/r (4,4% przed rewizją), w 2020 r. będzie równe 3,0% (poprzednio 3,5%) i w 2021 r. zwiększy się do 3,3%.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w listopadzie o 266 tys. wobec wzrostu o 156 tys. w październiku (rewizja w górę z 128 tys.), kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (+180 tys.) i naszej prognozy (+200 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+74,0 tys.), przetwórstwie (+55,0 tys. – efekt zakończenia strajku w General Motors) oraz w wypoczynku i rekreacji (+45,0 tys.). Zatrudnienie obniżyło się natomiast w górnictwie i wycince drzew (-7,0 tys.) oraz w handlu hurtowym (-4,3 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się w listopadzie do 3,1% wobec 3,2% w październiku, co wynikało ze spadku liczby osób bezrobotnych przy jednoczesnym obniżeniu zasobu siły roboczej. Warto odnotować, że pozostaje ona znacząco poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,2%, por. MAKROmapa z 23.09.2019). Tym samym współczynnik aktywności zawodowej obniżył się w listopadzie do 63,2% wobec 63,3% w październiku. W listopadzie doszło również do spadku rocznej dynamiki wynagrodzenia godzinowego (3,1% wobec 3,2% w październiku). Wskazuje to na utrzymującą się niską presję płacową w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 48,1 pkt. wobec 48,3 pkt. w październiku, co było poniżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (49,2 pkt.). Tym samym już czwarty miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Nieznaczny spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla zapasów, nowych zamówień i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla bieżącej

produkcji i czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje składowa dla zapasów, która obniżyła się do najniższego poziomu od maja 2016 r. Jednocześnie od 6 miesięcy pozostaje ona poniżej granicy 50 pkt. W naszej ocenie wskazuje to na rosnące obawy amerykańskich przetwórców dotyczących perspektyw popytu, co skłania ich do redukcji nagromadzonych w ostatnich kwartałach zapasów. Indeks ISM poza przetwórstwem zmniejszył się w listopadzie do 53,9 pkt. wobec 54,7 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (54,5 pkt.) oraz naszej prognozy (54,2 pkt). Spadek indeksu wynikał z niższych wartości jego składowych dla aktywności biznesowej oraz czasu dostaw, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla nowych zamówień i zatrudnienia. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w grudniu do 99,2 pkt. wobec 96,8 pkt. w listopadzie, wskazując na silną poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. 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 na amerykańską gospodarkę.

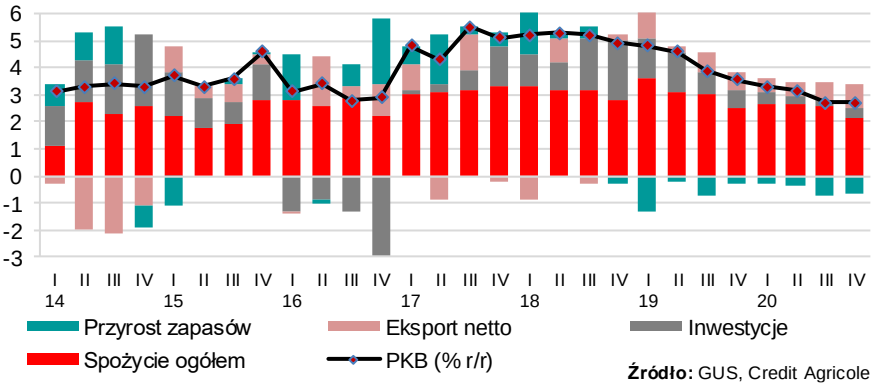
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w październiku o 1,7% m/m wobec spadku o 0,3% we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,1%). W konsekwencji wielkość niemieckiej produkcji osiągnęła w październiku najniższy poziom od listopada 2015 r. Zmniejszenie jej miesięcznej dynamiki wynikało przede wszystkim z silnego obniżenia dynamiki produkcji dóbr kapitałowych (-4,4% m/m w październiku wobec -1,6% we wrześniu – najsilniejszy miesięczny spadek od lipca 2014 r.), podczas gdy dynamika produkcji dóbr pośrednich i konsumpcyjnych zwiększyła się. Wskazuje to, że niemieckie firmy ograniczają inwestycje. W ujęciu sektorowym obniżenie dynamiki produkcji miało miejsce w budownictwie i przetwórstwie, podczas gdy w energetyce odnotowano jej nieznaczny wzrost. Wyraźnie niższe od konsensusu okazały się również dane nt. zamówień w niemieckim przemyśle, które obniżyły się w październiku o 0,4% r/r wobec wzrostu o 1,5% we wrześniu, podczas gdy rynek oczekiwał, że zwiększą się one o 0,4%. Silny spadek dynamiki zamówień wynikał z niższej dynamiki zamówień krajowych, podczas gdy dynamika zamówień zagranicznych nie zmieniła się. Warto jednak zauważyć, że na stabilizację dynamiki zamówień zagranicznych złożyły się silny wzrost zamówień ze strefy euro oraz znaczący ich spadek z krajów nienależących do obszaru wspólnej waluty. Dzisiaj rano opublikowane zostały dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego saldo zwiększyło się w październiku do 20,6 mld EUR wobec 19,2 mld EUR we wrześniu. Jednocześnie dynamika niemieckiego eksportu obniżyła się w październiku do 1,2% m/m wobec 1,5% we wrześniu, a dynamika importu spadła do 0,0% wobec 1,2%. Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki w połączeniu z listopadowymi indeksami PMI dla Niemiec (por. MAKROmapa z 25.11.2019) stanowią istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech nie zmieni się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniesie 0,1%.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła na ubiegłotygodniowym posiedzeniu 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. Podobnie jak w listopadzie br. Rada odnotowała, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. W komunikacie utrzymany został również zapis dotyczący perspektyw krajowej koniunktury, z godnie z którym utrzymuje się 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.). Na konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP A. Glapiński podtrzymał wyrażany wcześniej pogląd, zgodnie z którym do końca jego kadencji stopy procentowe nie ulegną zmianie. Część konferencji po posiedzeniu RPP była poświęcona rozczarowującej strukturze wzrostu gospodarczego w III kw., wskazującej na wyraźne spowolnienie wzrostu konsumpcji i inwestycji. Na podstawie wypowiedzi członków RPP na konferencji prasowej oceniamy, że Rada byłaby skłonna złagodzić politykę pieniężną tylko w warunkach silnego spadku dynamiki PKB do poziomu znacząco niższego od przewidywanego w listopadowej projekcji NBP. Wypowiedzi członków Rady stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się co najmniej do końca 2020 r.

- **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 stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy wzrostu gospodarczego w IV kw. (3,5% r/r wobec 3,9% w III kw.) oraz w całym 2019 r. (4,2% r/r wobec 5,1% w 2018 r.).
- **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 dwa tygodnie temu 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.

Prognozy na lata 2019 – 2021



Źródło: GUS, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 9). Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2019 r. wyniesie 4,2% r/r (4,4% przed rewizją), w 2020 r. będzie równe 3,0% (poprzednio 3,5%) i w 2021 r. zwiększy się do 3,3%. Rewizja w dół prognozowanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego w latach 2019-2020 jest w dużej mierze podyktowana wyraźnie niższą od naszych oczekiwań dynamiką PKB w III kw. br. Co więcej, struktura wzrostu gospodarczego wyglądała niekorzystnie – za spowolnienie odpowiadały niższe niż prognozowaliśmy wkłady inwestycji i konsumpcji. Uważamy, że negatywne tendencje w zakresie kształtowania się tych dwóch składowych PKB będą się utrzymywały, co przyczyni się do dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach.

Oczekujemy, że ze względu na wygasanie cyklu w inwestycjach publicznych (w tym z ustąpienie samorządowej "górki inwestycyjnej"), mniejszą absorbcję środków unijnych oraz zakłócenia związane z silnym wzrostem kosztów realizacji inwestycji publicznych w obszarze infrastruktury transportowej (drogi i kolej) inwestycje publiczne będą spadały w ujęciu rok do roku do końca 2020 r. Uważamy, że z taką sytuacją mieliśmy do czynienia już w III kw. br. Inwestycje firm będą nadal rosły, jednak ich dynamika utrzyma się w trendzie spadkowym. Głównymi czynnikami ograniczającymi aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw będą niepewność dotycząca kształtowania się koniunktury za granicą, rosnące obciążenia związane z wyższymi kosztami pracy (składki na Pracownicze Programy Kapitałowe i wyższa płaca minimalna) oraz krótki cykl inwestycyjny. Wraz z trwającym ożywieniem na rynku nieruchomości mieszkaniowych kontrybucja inwestycji gospodarstw domowych do wzrostu PKB w horyzoncie prognozy utrzyma się na stabilnym poziomie. W rezultacie w 2020 r. nakłady brutto na środki trwałe będą rosły w wolniejszym tempie niż PKB prowadząc do spadku stopy inwestycji. W 2021 r., wraz ze zbliżającym się końcem obecnej unijnej perspektywy finansowej, inwestycje ponownie przyspieszą.

Na tle bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy, rekordowego optymizmu gospodarstw domowych i wzrostu ich dochodów związanego z wypłatą transferów socjalnych w ramach rozszerzonego programu 500+ spowolnienie wzrostu konsumpcji w III kw. br. jest szczególnie zastanawiające. W naszej ocenie głównym uzasadnieniem takiego stanu rzeczy jest zwiększenie skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania. Skłonność ta będzie najprawdopodobniej dalej wzrastać ze względu na stopniowo pogarszającą się koniunkturę w kraju. Dodatkowymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wolniejszego wzrostu konsumpcji będą uruchomienie PPK (oddziałujące w kierunku spadku dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych), nieznaczny spadek zatrudnienia (efekt silnego wzrostu płacy minimalnej i spowolnienia popytu) oraz wygasanie korzystnego wpływu wypłat transferów socjalnych. Czynnikiem dynamizującym wzrost spożycia prywatnego będzie natomiast zapowiedziane przez rząd podwyższenie płacy minimalnej, które podbije dynamikę przeciętnego wynagrodzenia ogółem (por. MAKROmapa z 07.10.2019). Wypadkową zarysowanych powyżej tendencji będzie stopniowo spowalniający wzrost konsumpcji w latach 2019-2021.

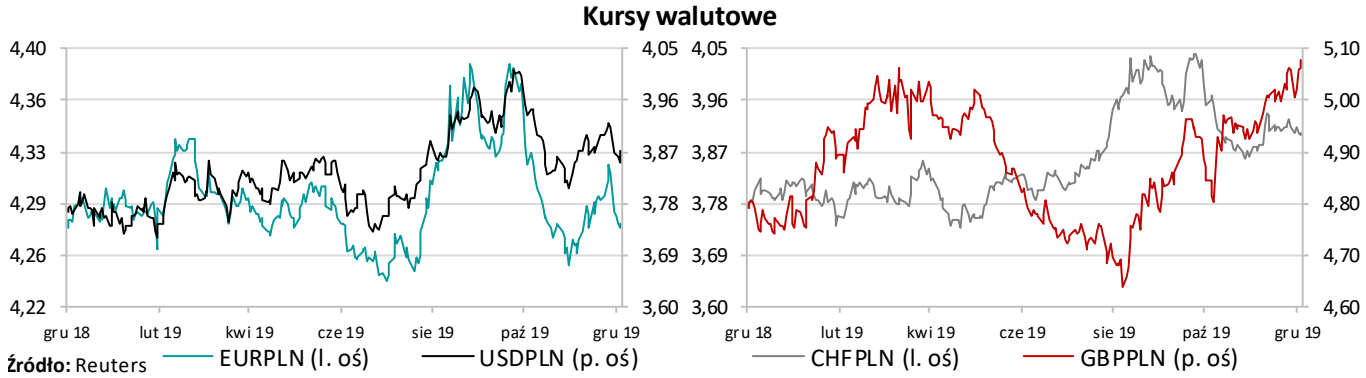
W świetle ostatnich badań PMI w strefie euro i Niemczech uważamy, że zmalało ryzyko dalszego, znaczącego pogorszenia koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski. Naszym zdaniem, wciąż jednak mało prawdopodobne jest osiągnięcie porozumienia na linii USA-Chiny. Scenariuszem bazowym wciąż jest przedłużający się (w perspektywie kilku kwartałów) konflikt pomiędzy tymi krajami. Dopuszczamy możliwość eskalacji wojny handlowej pomiędzy Chinami i USA w II poł. 2020 r. Wciąż dużą niepewnością obarczone jest ewentualne wprowadzenie ceł na importowane do USA samochody z UE. W świetle powyższych tendencji nasza prognoza dynamiki eksportu nie uległa znaczącym zmianom w porównaniu do tej przygotowanej we wrześniu. Jednocześnie ze względu na prognozowany przez nas wolniejszy wzrost konsumpcji i inwestycji obniżyliśmy oczekiwaną ścieżkę importu. W rezultacie zwiększyła się oczekiwana przez nas kontrybucja eksportu netto do PKB, co będzie czynnikiem stabilizującym wzrost gospodarczy w horyzoncie prognozy.

Podnieśliśmy naszą prognozę inflacji w 2020 r. Wcześniej, zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli rządu zakładaliśmy, że ceny prądu dla gospodarstw domowych zostaną zamrożone również w 2020 r. Ostanie zapowiedzi członków rządu w tej kwestii sugeruje jednak, że ceny prądu dla odbiorców indywidualnych zostaną podniesione z początkiem 2020 r. Oczekujemy wzrostu cen prądu o 5%, co wyraźnie podbije dynamikę cen nośników energii w I kw. Tendencje cenowe w pozostałych segmentach koszyka inflacyjnego nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do poprzedniej rundy prognostycznej. W 2020 r. prognozujemy stopniowe obniżenie inflacji żywności do 0,3% r/r w IV kw. ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed roku. Najsilniejszego spadku dynamiki cen oczekujemy w przypadku warzyw, mięsa, a w II poł. 2020 r. również owoców. Inflacja bazowa kształtowała się na początku IV kw. br. na niższym poziomie niż zakładaliśmy, jednak w kolejnych miesiącach oczekujemy jej dalszego wzrostu w związku z narastającą presją kosztową. Na początku 2020 r. dodatkowym impulsem proinflacyjnym będzie wyraźny wzrost płacy minimalnej. W II poł. 2020 r. powinniśmy obserwować wyhamowanie wzrostu inflacji bazowej w warunkach obniżającej się dynamiki PKB. Prognozujemy, że inflacja wyniesie średniorocznie 2,3% w latach 2019-2020 i obniży się do 2,0% w 2021 r.

Podtrzymaliśmy nasze przewidywania dotyczące perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Zgodnie z zarysowanym powyżej scenariuszem oczekujemy kontynuacji spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz spadku inflacji począwszy od połowy 2020 r. W rezultacie uważamy, że stopy procentowe NBP pozostaną na niezmienionym poziomie w horyzoncie naszej prognozy. Dostrzegamy jednak ryzyko, że w II połowie 2020 r. w warunkach wzrostu gospodarczego kształtującego się poniżej 3% r/r i inflacji kształtującej się blisko dolnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego (1,5%), w RPP mogą pojawić się wnioski o obniżkę stóp procentowych, a rynek zacznie w większym stopniu wyceniać taki scenariusz, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia kursu złotego. Wraz z oczekiwanym przez nas ożywieniem wzrostu gospodarczego w 2021 r. skłonność RPP do łagodzenia polityki pieniężnej ulegnie zmniejszeniu.

Ze względu na spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego i utrzymującą się światową awersję do ryzyka oczekujemy, że potencjał złotego do dalszego umocnienia jest ograniczony. Pewnym wsparciem dla polskiej waluty będzie oczekiwane przez nasz łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC i FED (patrz powyżej). Prognozujemy, że kurs EURPLN będzie kształtował się w pobliżu poziomu 4,29 do końca 2020 r. Wraz z oczekiwanym przez nasz lekkim przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w 2021 r. kurs złotego będzie umacniał się z zasięgiem 4,25 względem euro.

Posiedzenia FED oraz EBC neutralne dla złotego



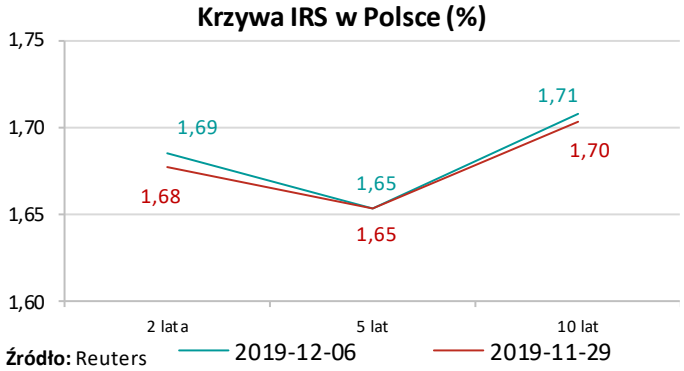
Źródło: Reuters

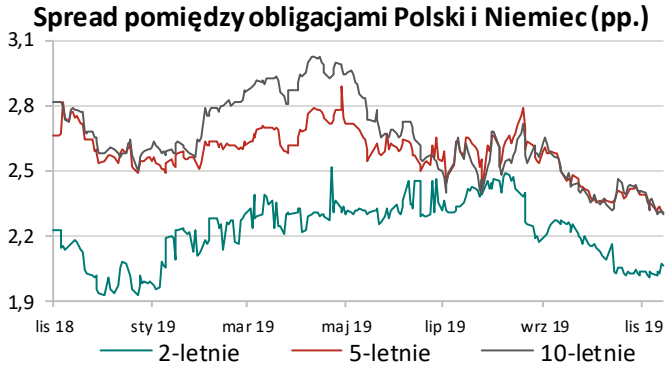
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2777 (umocnienie złotego o 0,8%). W poniedziałek doszło do umocnienia złotego w ślad za wzrostem kursu EURUSD. Umocnieniu euro względem dolara sprzyjała publikacja wyraźnie słabszego od oczekiwań indeksu ISM dla amerykańskiego przetwórstwa. W kolejnych dniach mieliśmy do czynienia z dalszą łagodną aprecjacją polskiej waluty wspieraną przez spadek światowej awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX. W piątek doszło do osłabienia złotego w reakcji na wyraźnie wyższe od oczekiwań dane o zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

Ze względu na wzrost kursu EURUSD i umocnienie złotego względem euro, polska waluta zyskiwała na wartości również względem dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego. W ubiegłym tygodniu odnotowano natomiast wzrost kursu GBPPLN, będący efektem silnego umocnienia funta względem euro, któremu sprzyjało rosnące prawdopodobieństwo uzyskania przez Torysów większości w brytyjskim parlamencie, co umożliwiłoby przeprowadzenie Brexitu w oparciu o umowę wynegocjowaną przez B. Johnsona.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą posiedzenia najważniejszych banków centralnych (FED i EBC). Uważamy jednak, że nie będą miały one istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Bez istotnego znaczenia dla rynku będą również dane z USA (inflacja oraz sprzedaż detaliczna), Niemiec (indeks ZEW) oraz Polski (finalna inflacja). Do umocnienia złotego względem głównych walut może przyczynić się natomiast zakładane przez nas uzyskanie przez Torysów większości parlamentarnej w zaplanowanych na czwartek przedterminowych wyborach w Wielkiej Brytanii (patrz powyżej). Ze względu na oczekiwane przez nas umocnienie funta brytyjskiego może dojść do wzrostu kursu GBPPLN. Inwestorzy będą najprawdopodobniej dyskontowali przedstawiony powyżej wynik wyborów w najbliższych dniach, a w rezultacie zarysowane tendencje rynkowe będą obserwowane przez cały tydzień.

Posiedzenia najważniejszych banków centralnych w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,69 (wzrost o 1pb), 5-letnie nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły, a 10-letnie wzrosły do 1,70 (wzrost o 1pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z wysoką zmiennością stawek IRS, które podążały za rynkami bazowymi. Wysokiej zmienności na rynkach bazowych sprzyjały napływające kolejne doniesienia medialne dotyczące perspektyw wojny handlowej na linii USA-Chiny. Z jednej strony prezydent USA D. Trump powiedział, że być może z zawarciem umowy handlowej z Chinami będzie trzeba poczekać do czasu wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych w listopadzie 2020 r. Z drugiej strony pojawiły się informacje, iż to właśnie Chiny, a nie USA spowalniają trwające obecnie negocjacje pomiędzy tymi krajami. Dane z amerykańskiego rynku pracy miały ograniczony wpływ na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą posiedzenia najważniejszych banków centralnych (FED i EBC). W naszej ocenie będą miały one jednak ograniczony wpływ na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą także dane z USA (inflacja oraz sprzedaż detaliczna), Niemiec (indeks ZEW) oraz Polski (finalna inflacja). Do wzrostu stawek IRS może przyczynić się prognozowane przez nas zdobycie przez Torysów większości parlamentarnej w zaplanowanych na czwartek przedterminowych wyborach w Wielkiej Brytanii (patrz powyżej). Inwestorzy będą najprawdopodobniej dyskontowali przedstawiony powyżej wynik wyborów w najbliższych dniach, a w rezultacie zarysowane tendencje rynkowe będą obserwowane przez cały tydzień.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	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	**4,29**
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	**3,83**
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	**3,90**
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**	
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**	
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**	
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**	
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**	
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**	
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**	
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**	
Saldo ROB (mln EUR)	113	-1528	2529	-630	217	357	379	-310	-797	-657	171	**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**		
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**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2019				2020				2019	2020	2021
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		4,8	4,6	3,9	3,5	3,3	3,2	2,7	2,7	4,2	3,0	3,3
Konsumpcja (%, r/r)		3,9	4,4	3,9	3,8	3,4	3,6	3,4	3,0	4,0	3,3	3,0
Inwestycje (%, r/r)		12,2	9,1	4,7	2,7	3,1	1,9	1,5	1,7	6,0	1,9	5,0
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		7,3	3,2	5,0	4,9	4,2	4,1	4,2	4,4	5,1	4,2	4,5
Import (ceny stałe, %, r/r)		6,0	3,1	3,9	3,9	3,6	3,5	3,3	3,0	4,2	3,4	4,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,5	2,5	2,2	1,9	2,1	2,1	2,0	1,5	2,3	1,9	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,5	0,8	0,7	0,4	0,3	0,3	0,4	1,1	0,3	0,9
	Eksport netto (pp.)	1,0	0,2	0,8	0,7	0,5	0,5	0,6	0,8	0,6	0,6	0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,6	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	0,0	-0,6	-1,0
Stopa bezrobocia (%)**		5,9	5,3	5,1	5,2	5,5	5,0	5,0	5,2	5,2	5,3	5,5
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,0	0,2	0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,2	-0,2	-0,5
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		7,1	7,0	7,7	7,0	7,5	7,6	7,4	7,0	7,2	7,4	6,0
Inflacja CPI (%)*		1,2	2,4	2,8	2,6	3,5	2,4	1,7	1,5	2,3	2,3	2,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	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	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,25
USDPLN**		3,84	3,73	4,01	3,83	3,83	3,73	3,64	3,70	3,83	3,70	3,76

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 09.12.2019 r.				
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	19,2		19,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	-4,5		-4,9
		Wtorek 10.12.2019 r.				
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-1,6	-1,3	-1,5
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	3,8	4,5	4,2
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	-2,1	10,0	0,0
		Środa 11.12.2019r.				
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,4	0,3	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,2	0,3	0,2
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	1,75	1,75	1,75
		Czwartek 12.12.2019 r.				
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	-0,75		
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	0,1		-0,3
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	0,00	0,00	0,00
		Piątek 13.12.2019 r.				
10:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Listopad**	**2,5**	**2,6**	**2,6**
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,3	0,5	0,4
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,0		0,2

* 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

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: **mboineau@credit-agricole.pl**

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.