

W tym tygodniu

- **Na dzisiaj zaplanowana jest publikacja wstępnych grudniowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w grudniu do 50,9 pkt. wobec 50,6 pkt. w listopadzie. Uważamy, że na lekki wzrost wskaźnika złożyły się pogorszenie koniunktury we Francji oraz jej poprawa w Niemczech. Jednocześnie oczekujemy, że indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa wzrósł w grudniu do 45,1 pkt. wobec 44,1 pkt. w listopadzie. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne w kontekście oceny trwałości obserwowanej od dwóch miesięcy poprawy nastrojów w Niemczech oraz jej wpływu na sytuację w polskim przetwórstwie przemysłowym. W środę opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększy się do 95,7 pkt. w grudniu z 95,0 pkt. w listopadzie. 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.
- **Dziś opublikowane zostały ważne dane z Chin.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,2% r/r w listopadzie wobec 4,7% w październiku, sprzedaż detaliczna wzrosła o 8,0% r/r wobec 7,2%, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 5,2%. Dane miesięczne wskazały zatem na nieznaczne przyspieszenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w listopadzie, co w połączeniu z ubiegłotygodniowymi korzystnymi doniesieniami dotyczącymi negocjacji na linii USA-Chiny powinno przyczynić się do poprawy nastrojów rynkowych w tym tygodniu. Przedstawiciele zarówno USA, jak i Chin potwierdzili w ubiegły piątek, że strony ustaliły tekst "pierwszej fazy" umowy handlowej między krajami. Zgodnie z porozumieniem Chiny zobowiązują się do importu artykułów rolnych z USA, zwiększenia ochrony własności intelektualnej oraz zakazania wymuszonego transferu technologii od amerykańskich firm. W zamian USA wstrzymały zaplanowane na 15 grudnia wprowadzenie ceł na import towarów z Chin o wartości 156 mld USD. Ponadto, obniżyły do 7,5% cła nałożone na inne chińskie towary warte 120 mld USD. Na razie utrzymane zostały 25% cła na chińskie towary o wartości 250 mld USD. Dokładny tekst porozumienia zostanie opublikowany w późniejszym terminie, a umowa pomiędzy krajami zostanie oficjalnie podpisana w styczniu 2020 r. D. Trump stwierdził, że po podpisaniu „pierwszej fazy” porozumienia od razu rozpoczęte zostaną negocjacje dotyczące ustalenia dalszych warunków współpracy gospodarczej pomiędzy USA i Chinami. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w kolejnych miesiącach – pomimo trwających negocjacji – nie nastąpi dalsza deeskalacja konfliktu pomiędzy tymi krajami, a głębsze porozumienie nie zostanie osiągnięte. Deeskalacja konfliktu na linii USA-Chiny oddziaływała w kierunku poprawy nastrojów na rynkach finansowych w piątek. Uważamy, że taka tendencja będzie utrzymywała się również w tym tygodniu co będzie pozytywne dla kursu złotego.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W piątek zostanie opublikowany finalny szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zmieni się w porównaniu do drugiego szacunku i wyniesie 2,1%. W tym tygodniu opublikowane zostaną także dane nt. liczby rozpoczętych budów (1339 tys. w listopadzie wobec 1314 tys. w październiku), nowych pozwoleń na budowę (1408 tys. wobec 1461 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,44 mln wobec 5,46 mln), które wskażą na utrzymujące się spowolnienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Opublikowane zostaną również wyniki badań koniunktury konsumenckiej w USA. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (99,2 pkt. w grudniu wobec 96,8 pkt. w listopadzie) wskaże na dalszą poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Publikacje danych z USA nie powinny mieć naszym zdaniem istotnego wpływu na rynki finansowe.

- ✔ **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zmniejszenia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących do 122 mln EUR wobec 171 mln EUR we wrześniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się w październiku do 5,9% r/r wobec 9,3% we wrześniu, a dynamika importu obniżyła się do 1,2% r/r wobec 4,3%. W kierunku zmniejszenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Uważamy, że publikacja danych o bilansie płatniczym będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- ✔ **W środę opublikowane zostaną listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 2,5% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się naszym zdaniem do 6,2% r/r w listopadzie wobec 5,9% w październiku ze względu na ustąpienie negatywnego wpływu niższej dynamiki płac w górnictwie. 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 czwartek poznamy dane o listopadowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 0,8% r/r wobec 3,5% w październiku. W kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (0,0%), tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem obniżyła się w listopadzie do 4,8% r/r wobec 5,4% w październiku.** W kierunku jej zmniejszenia oddziaływały niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych, pogorszenie nastrojów konsumenckich i efekt wysokiej bazy sprzed roku. Uważamy, że materializacja naszej prognozy, zgodnej z oczekiwaniami rynkowymi, będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym FED utrzymał niezmienny przedział dla wahań stopy funduszy federalnych na poziomie [1,50%; 1,75%]. W treści komunikatu po posiedzeniu zostały wprowadzone nieznaczne zmiany, które sugerują, że FED na razie powstrzyma się od dalszych obniżek stóp procentowych i będzie monitorował napływające informacje, w szczególności sygnały słabej presji inflacyjnej. Wypowiedzi prezesa J. Powella podczas konferencji sygnalizują, że najbardziej prawdopodobnym sposobem działania FED w polityce pieniężnej w najbliższych miesiącach będzie podejście „wait-and-see”. Prezes FED zwrócił również uwagę, że FED wstrzyma się z ewentualnym zacieśnianiem polityki pieniężnej dopóki inflacja trwale nie wzrośnie. Taki pogląd znalazł odzwierciedlenie w zrewidowanej w dół medianie oczekiwań dla stóp procentowych członków FED opublikowanej w najnowszej projekcji. Wskazuje ona obecnie na stabilizację stóp procentowych w 2020 r. i jedną podwyżkę w 2021 r. Prognozy tempa wzrostu PKB, inflacji oraz bezrobocia nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do wrześniowej projekcji. Gołębi wydzwięk posiedzenia FED doprowadził do osłabienia dolara względem euro oraz spadku rentowności amerykańskich obligacji. Rynek wciąż wycenia niepełną obniżkę stóp procentowych w II poł. 2020 r., jednak zmniejszyły się oczekiwania inwestorów na łagodzenie polityki pieniężnej przez FOMC w I poł. przyszłego roku. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że FED obniży stopy procentowe o 25 pb w II kw. 2020 r. w reakcji na oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu gospodarczego. W świetle ostatnich sygnałów wskazujących na postęp w negocjacjach na linii USA-Chiny (patrz powyżej)

- dostrzegamy lekkie ryzyko w górę dla oczekiwanej przez nas ścieżki stóp procentowych w USA.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** Było to pierwsze posiedzenie, któremu przewodniczyła Ch. Lagarde. Parametry polityki pieniężnej w strefie euro pozostały utrzymane bez zmian. Treść komunikatu po posiedzeniu sygnalizuje mniejsze obawy przedstawicieli EBC dotyczące kształtowania się warunków makroekonomicznych w krótkim okresie. Wskazuje ona jednak, że czynnika ryzyka dla perspektyw gospodarczych w dłuższym okresie są wciąż skierowane w dół. Podczas konferencji zaprezentowane zostały wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej. Zgodnie z grudniową projekcją inflacja bazowa wyniesie 1,3% r/r w 2020 r. (wobec 1,2% w projekcji wrześniowej), 1,4% w 2021 r. (wobec 1,5%) i 1,6% w 2022 r. Pozostałe prognozowane przez EBC zmienne nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do wrześniowej projekcji. 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 Ch. Lagarde dopuściła *implicite* możliwość dalszych obniżek stóp procentowych w strefie euro, zwracając uwagę, że obecny, ujemny poziom stóp procentowych nie ma negatywnego wpływu na akcję kredytową (nie została osiągnięta tzw. *reversal rate*).
 - ✓ **W ubiegłym tygodniu odbyły się wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii.** Zgodnie z wynikami wyborów Partia Konserwatywna otrzymała 43,6% głosów, Partia Pracy 32,1%, a Liberalni Demokraci 11,5% głosów. Pozostałe partie uzyskały mniej niż 4% poparcia. Tym samym Partia Konserwatywna odzyskała większość w Izbie Gmin, po tym jak ją straciła w 2017 r. Zwycięstwo Torysów oznacza znaczący wzrost prawdopodobieństwa przyjęcia przez parlament brytyjski wynegocjowanego przez B. Johnsona w październiku porozumienia z UE w sprawie Brexitu. Tym samym Wielka Brytania najprawdopodobniej opuści UE z końcem stycznia 2020 r. Zgodny z naszymi oczekiwaniami wynik wyborów w Wielkiej Brytanii przyczynił się do osłabienia złotego względem funta brytyjskiego.
 - ✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie po posiedzeniu zaznaczono, że od września br. efektywny kurs franka szwajcarskiego nie zmienił się istotnie, a tym samym pozostaje on wysoki. W efekcie konieczne jest utrzymanie ujemnych stóp procentowych oraz gotowości do interwencji walutowych w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Na konferencji po posiedzeniu zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej zrewidowana nieznacznie w dół w porównaniu do wrześniowej projekcji, głównie ze względu na trwające obecnie spowolnienie światowego wzrostu gospodarczego i niższy punkt startowy prognozy. Zgodnie z grudniową projekcją inflacja wyniesie 0,4% w 2019 r. (wobec 0,4% we wrześniowej projekcji), 0,1% w 2020 r. (wobec 0,2%) i 0,5% w 2021 r. (wobec 0,6%). SNB oczekuje ożywienia krajowego wzrostu PKB w 2020 r. (1,5-2,0% r/r wobec 1,0% w 2019 r.) z uwagi na przewidywaną przez bank centralny poprawę globalnej koniunktury. Decyzja SNB oraz komunikat po posiedzeniu są spójne z naszym scenariuszem dla EURCHF i CHFPLN, zgodnie z którym kurs CHFPLN wyniesie 3,73 na koniec 2020 r., a na koniec 2021 r. spadnie do 3,70. Umocnienie złotego względem franka szwajcarskiego w horyzoncie 2021 r. będzie związane z oczekiwanym przez nas obniżeniem kursu EURPLN (do odpowiednio 4,29 i 4,25 na koniec 2020 r. i 2021 r.) oraz wzrostem kursu EURCHF (do 1,15 na koniec 2021 r. z 1,09 obecnie).
 - ✓ **Zgodnie z finalnymi danymi GUS inflacja CPI wzrosła w listopadzie do 2,6% r/r wobec 2,5% w październiku, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS równym konsensusowi rynkowemu i naszej prognozie (por. MAKROpuls z 13.12.2019).** Do wzrostu zwiększenia inflacji ogółem przyczyniła się wyższa dynamika cen żywności i wyższa inflacja bazowa. Zgodnie z naszymi szacunkami inflacja bazowa wzrosła w listopadzie do 2,6% r/r z 2,4% w październiku, kształtując się na poziomie najwyższym od kwietnia 2012 r. Do zwiększenia inflacji bazowej przyczyniły się w największym stopniu wzrost dynamiki cen w kategoriach „łączność” oraz

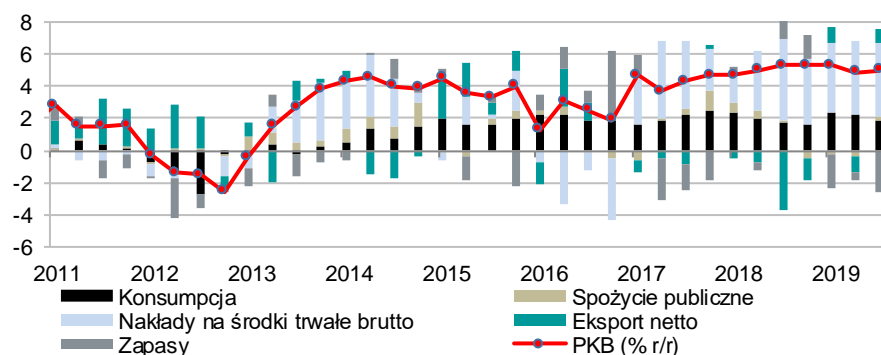
„rekreacja i kultura”. Oczekujemy, że inflacja bazowa, podbijana przez presję płacową i podwyższone oczekiwania inflacyjne, osiągnie lokalne maksimum w I kw. 2020 r. (2,8% r/r). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach inflacja będzie kształtowała się w trendzie wzrostowym i w I kw. 2020 r. wyniesie 3,5% r/r, osiągając swoje maksimum lokalne. Czynniki oddziałującymi w kierunku zwiększenia inflacji będą prognozowane przez nas wzrosty dynamiki cen energii, paliw oraz inflacji bazowej. Przeciwny wpływ będzie miało wolniejsze tempo wzrostu cen żywności. Nasza prognoza przewidująca znaczący spadek inflacji od II kw. 2020 r. jest spójna z naszym scenariuszem zakładającym stabilizację stóp procentowych w Polsce przynajmniej do końca 2020 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Inflacja CPI w USA zwiększyła się w listopadzie do 2,1% m/m wobec 1,8% w październiku (0,3% r/r w listopadzie wobec 0,4% w październiku), co było powyżej oczekiwań rynku (2,0%). W kierunku jej wzrostu oddziaływała wyższa dynamika cen nośników energii. Z kolei inflacja bazowa nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 2,3% r/r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. dynamiki nominalnej sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się w listopadzie do 0,2% m/m wobec 0,4% w październiku. Po wyłączeniu samochodów dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 0,1% wobec 0,3%. W kierunku jej zmniejszenia oddziaływało niższe tempo wzrostu sprzedaży w większości jej działów. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w IV kw. do 1,7% wobec 2,1% w III kw.

✓ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w grudniu do 10,7 pkt. wobec -2,1 pkt. w listopadzie, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (0,5 pkt.).** Był to najwyższy poziom indeksu od lutego 2018 r. a jednocześnie wskaźnik osiągnął dodatni poziom po raz pierwszy od kwietnia 2019 r., co oznacza, że większa część inwestorów odnotowała poprawę nastrojów niż ich pogorszenie. Zgodnie z komunikatem zwiększeniu indeksu sprzyjały lepsze od oczekiwań październikowe dane o bilansie handlowym w Niemczech, które – w ocenie respondentów – sygnalizują dobre perspektywy dla kształtowania się niemieckiego eksportu. Słabe październikowe dane dotyczące produkcji przemysłowej i zamówień w przemyśle w Niemczech były czynnikami ograniczającymi skalę poprawy nastrojów wśród inwestorów. Uważamy, że w IV kw. kwartalne tempo niemieckiego PKB zwiększy się do 0,2% wobec 0,1% w III kw., aczkolwiek październikowe dane o produkcji przemysłowej w Niemczech (por. MAKROmapa z 09.12.2019) stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy.

✓ Czy inwestycje przestaną być głównym motorem wzrostu Węgier?

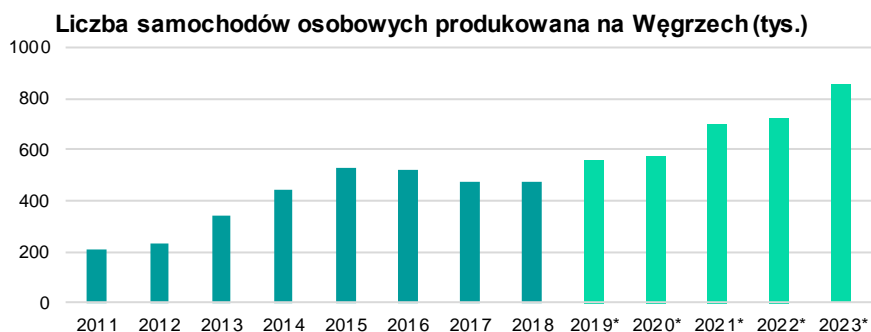
Węgry stały się w ostatnich latach atrakcyjnym celem dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych, szczególnie w branży motoryzacyjnej. Wysokie nakłady brutto na środki trwałe były głównym motorem wzrostu gospodarczego w latach 2018-2019. Naszym zdaniem, wzrost inwestycji spowolni w 2020 r., głównie za sprawą niższych nakładów sektora publicznego, a konsumpcja prywatna ponownie stanie się głównym czynnikiem wzrostu. W warunkach spowalniającego wzrostu gospodarczego i inflacji kształtującej się w trendzie spadkowym stopy procentowe na Węgrzech pozostaną na niezmiennym poziomie w latach 2020-2021 ograniczając potencjał forinta do dalszego umacniania się.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Narodowy Bank Węgier (MNB) oraz szereg projektów inwestycyjnych uruchomionych w branży motoryzacyjnej. Inwestycje były głównym motorem wzrostu PKB w ostatnich kwartałach, a stopa inwestycji (28,2% w III kw.) kształtuje się na drugim najwyższym poziomie w Unii Europejskiej. Uważamy, że 2020 r. będzie okresem, w którym zaobserwujemy stopniowe przechodzenie od inwestycji do konsumpcji jako głównego motoru wzrostu gospodarczego. Oczekujemy, że inwestycje gospodarstw domowych zaczną spowalniać ze względu na wygaśnięcie preferencyjnej stawki VAT na nowe mieszkania z początkiem 2020 r. Z uwagi na oczekiwany profil absorpcji środków unijnych oraz wygasanie „górkę inwestycyjnej” związanej z wyborami samorządowymi w br., inwestycje publiczne zaczną naszym zdaniem spadać w ujęciu rok do roku. Nakłady firm na środki trwałe pozostaną na wysokim poziomie ze względu na stopniową realizację zaplanowanych przez zagraniczne firmy inwestycji w sektorze motoryzacyjnym (patrz poniżej). Z drugiej strony, konsumpcja będzie wspierana przez wciąż bardzo dobrą sytuację na rynku pracy oraz wprowadzone przez rząd programy socjalne ukierunkowane na zwiększenie dzietności (pożyczki na mieszkanie, samochód i inne cele, których konieczność spłaty jest uzależniona od liczby urodzonych dzieci w rodzinie).

Czynnikami wyróżniającym Węgry na tle innych krajów regionów jest najszybszy wzrost inwestycji – w okresie I-III kw. br. kształtował się on przeciętnie na poziomie 18,7% r/r. Wsparciem dla wysokiej dynamiki nakładów na środki trwałe jest duże wykorzystanie środków unijnych, ożywienie na rynku mieszkaniowym, łagodna polityka monetarna prowadzona przez



Źródło: Program Konwergencji - Węgry, informacje prasowe

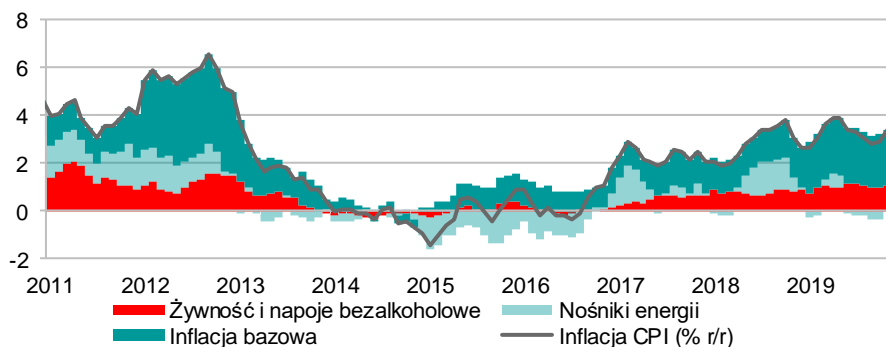
*szacunki

realizacji bezpośrednich inwestycji zagranicznych na Węgrzech (głównie w sektorze motoryzacyjnym). Znaczenie dużych projektów inwestycyjnych dla węgierskiej gospodarki najlepiej pokazuje przykład trzech fabryk (BMW, Mercedes, Audi), które łącznie przyczynią się do niemal podwojenia możliwości produkcyjnych w zakresie samochodów osobowych (por. wykres). Dodatkowo, biorąc pod uwagę, że na Węgrzech produkowane są najnowsze modele samochodów (cieszące się dużą popularnością) lub luksusowe marki (popyt na które charakteryzuje się ograniczoną wrażliwością na dekonjunkturę globalną) wspomniane efekty podażowe będą miały pozytywny wpływ na wzrost eksportu i PKB, nawet w przypadku spowolnienia za granicą. Oprócz wspomnianych powyżej trzech flagowych przedsięwzięć, obecnie w trakcie realizacji jest dużo więcej projektów inwestycyjnych (częściowo powiązanych z oczekiwanym rozwojem sektora motoryzacyjnego), które po zakończeniu będą wspierały wzrost gospodarczy Węgier w średnim okresie.

Warto zwrócić uwagę, że pomimo wyraźnego pogorszenia koniunktury za granicą, tempa wzrostu eksportu i produkcji przemysłowej na Węgrzech nie uległy wyraźnemu spowolnieniu w ostatnich kwartałach. Odpowiadają za to pozytywne efekty podażowe, związane ze stopniowym zwiększaniem możliwości produkcyjnych wynikających z

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje prognozujemy, że wzrost gospodarczy spowolni do 3,5% r/r w 2020 r. i 3,3% w 2021 r. wobec 4,9% w 2019 r. Czynnikiem, który w dużej mierze będzie

odpowiadał za oczekiwane przez nas spowolnienie będzie zacieśnienie polityki fiskalnej przez rząd. Na podstawie budżetu państwa, można szacować, że w 2020 r. impuls fiskalny będzie ujemny i wyniesie ok. -1,0% PKB.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

styczeń-listopad br. przeciętnie na poziomie 3,3% r/r. Oczekujemy, że w horyzoncie prognozy, wraz ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego inflacja bazowa będzie się stopniowo obniżać. Dodatkowo ze względu na tendencje na światowych rynkach rolnych (por. AGROmapa z 10.12.2019) dynamika cen żywności ukształtuje się w lekkim trendzie spadkowym. Czynnikiem stabilizującym inflację na Węgrzech będzie również niska inflacja w strefie euro. Tym samym prognozujemy, że inflacja CPI wyniesie 3,0% r/r średniorocznie w latach 2020-2021 wobec 3,3% w br.

Z uwagi na szybki wzrost popytu krajowego inflacja bazowa na Węgrzech kształtuje się na relatywnie wysokim poziomie. W listopadzie była ona równa 4,0%, a przeciętnie od początku br. wyniosła ona 3,8%. Jest to główny czynnik oddziałujący w kierunku szybkiego wzrostu cen konsumpcyjnych ogółem – inflacja CPI kształtowała się w okresie

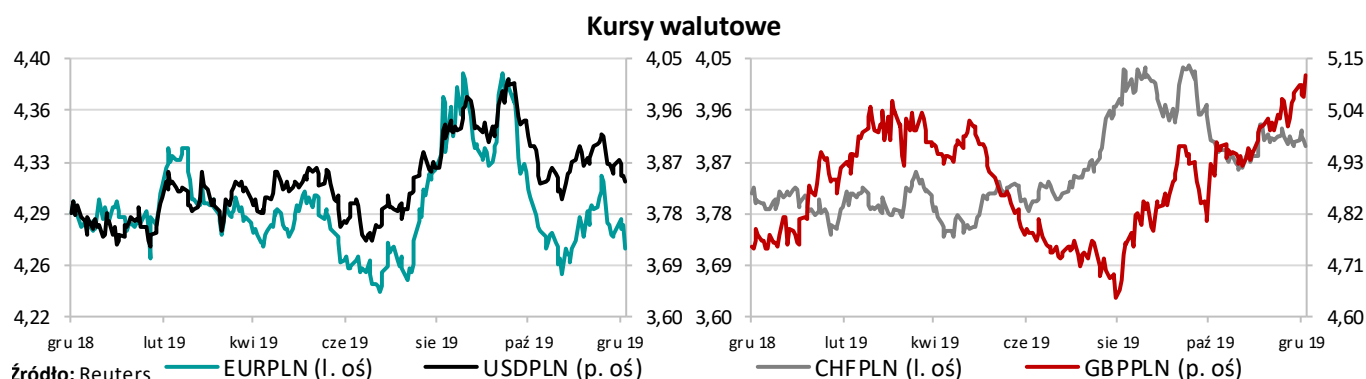
Zgodnie z komunikatami MNB, czynnikiem mającym kluczowy wpływ na decyzje w zakresie polityki pieniężnej są perspektywy kształtowania się inflacji zarysowane w Raporcie o Inflacji. Zgodnie z *Minutes* po listopadowym posiedzeniu MNB, członkowie uważają, że obecnie czynniki ryzyka dla kształtowania się inflacji są asymetryczne – skierowane w dół. Oczekujemy, że najnowsza projekcja inflacji, którą poznamy 15 grudnia, będzie spójna z naszym scenariuszem wskazującym na stopniowy spadek inflacji w okolice celu inflacyjnego (3,0%) w połowie przyszłego roku. W rezultacie oczekujemy, że MNB zdecyduje się na utrzymywanie stabilnego poziomu stóp procentowych (główniej równej 0,90% i depozytowej równej -0,05%) co najmniej do końca 2021 r. Taka prognoza jest spójna z naszym scenariuszem polityki pieniężnej w strefie euro (kontynuacja programu luzowania ilościowego i obniżka stopy depozytowej w czerwcu 2020 r.). Powyższy scenariusz w polityce pieniężnej jest zgodny z naszą prognozą kursu EURHUF zakładającą jego spadek do 325,00 w połowie 2020 r. i jego stabilizację na tym poziomie do końca 2021 r. Biorąc pod uwagę oczekiwaną przez nas ścieżkę EURPLN, prognozujemy że kurs PLNHUF będzie kształtował się w przedziale 75,00-77,00 w latach 2020-2021 (por. tabela poniżej).

Dostrzegamy ryzyko, że MNB zdecyduje się na podwyżkę stopy depozytowej w grudniu br. jeśli najnowsza projekcja inflacji wskaże na wolniejsze dochodzenie inflacji do celu niż zakładamy. Uważamy jednak, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w warunkach kiedy MNB prowadzi jednocześnie program luzowania ilościowego polegający na skupie obligacji korporacyjnych (*Bond Funding for Growth Scheme*) jest ograniczone.

| Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych na Węgrzech | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | | | | 2019 | 2020 | 2021 |
| Tempo wzrostu PKB (% r/r) | 4,9 | 3,5 | 3,3 | Inflacja CPI (% r/r) | | | 3,3 | 3,0 | 3,0 |
| | gru 19 | mar 20 | cze 20 | wrz 20 | gru 20 | mar 21 | cze 21 | wrz 21 | gru 21 |
| Stopa procentowa MNB (%) | 0,90 | 0,90 | 0,90 | 0,90 | 0,90 | 0,90 | 0,90 | 0,90 | 0,90 |
| EURHUF | 332,00 | 329,00 | 325,00 | 325,00 | 325,00 | 325,00 | 325,00 | 325,00 | 325,00 |
| PLNHUF | 77,39 | 76,69 | 75,76 | 75,76 | 75,76 | 75,93 | 76,11 | 76,29 | 76,47 |

Źródło: Credit Agricole

Deeskalacja konfliktu na linii USA-Chiny pozytywna dla kursu złotego



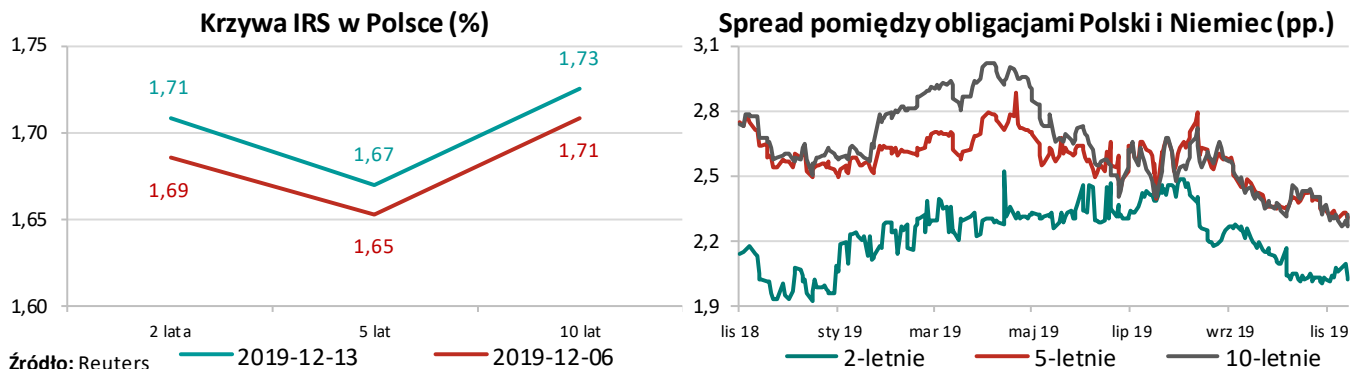
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2673 (umocnienie złotego o 0,2%). W pierwszej połowie tygodnia złoty lekko osłabiał się, co było korektą po jego wyraźnym umocnieniu dwa tygodnie temu. Od środy do końca tygodnia obserwowaliśmy aprecjację złotego, która była efektem spadku globalnej awersji do ryzyka wynikającego z kilku czynników – zwycięstwa Partii Konserwatywnej w wyborach w Wielkiej Brytanii, gołębiego wydźwięku konferencji po posiedzeniu FOMC i wstępnego porozumienia pomiędzy USA i Chinami.

Ze względu na źródło aprecjacji kursu złotego względem euro (wzrost apetytu na ryzyko), polska waluta umocniła się również w stosunku do dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego. Na uwagę zasługuje natomiast ubiegłotygodniowa deprecjacja złotego względem funta brytyjskiego (o 0,7%). Taka reakcja rynkowa na wynik wyborów w Wielkiej Brytanii, wynikająca z silniejszego umocnienia się funta względem euro niż aprecjacji złotego względem wspólnej waluty, była zgodna z naszymi oczekiwaniami (por. MAKROMapa z 09.12.2019).

Uważamy, że opublikowane dziś dobre dane z Chin, w połączeniu z ubiegłotygodniowymi informacjami o deeskalacji konfliktu na linii USA-Chiny będą oddziaływały w kierunku umocnienia złotego w najbliższych dniach. W tym tygodniu istotne dla kursu złotego będą również krajowe dane o produkcji przemysłowej. Uważamy, że będą one oddziaływały w kierunku aprecjacji polskiej waluty. Pozostałe krajowe dane nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Neutralne dla złotego będą naszym zdaniem również dane z USA (finalny szacunek PKB, wyniki badań koniunktury konsumenckiej i dane z rynku nieruchomości), jak również wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.



Globalne nastroje kluczowe dla polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,7085 (wzrost o 2pb), 5-letnie do poziomu do 1,67 (wzrost o 2pb), a 10-letnie do 1,725 (wzrost o 2pb). Przez cały tydzień stawki IRS poruszały się w ślad za rentownościami obligacji na rynkach bazowych. Od poniedziałku do środy były one relatywnie stabilne. W czwartek odnotowano wyraźny wzrost rentowności niemieckich obligacji i stawek IRS w Polsce w reakcji na nieoficjalne informacje opublikowane przez gazetę Wall Street Journal, z których wynikało, że USA odwołują wprowadzenie kolejnych ceł zaplanowane na 15 grudnia. Oficjalne potwierdzenie osiągnięcia wstępnego porozumienia na linii USA-Chiny pozwoliło na utrzymanie się stawek IRS na podwyższonym poziomie również w piątek. W piątek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2020 r. za 2,21 mld zł i sprzedało obligacje o 5-,10- i 28-letnich terminach zapadalności za taką samą kwotę. Aukcja nie miała istotnego wpływu na stawki IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą dane o produkcji przemysłowej. W przypadku materializacji naszej prognozy będą one lekko pozytywne dla stawek IRS. Naszym zdaniem pozostałe dane z Polski (bilans płatniczy, rynek pracy, sprzedaż detaliczna) nie wpłyną istotnie na stawki IRS. Ograniczony wpływ na krzywą dochodowości będą miały również liczne dane z USA oraz publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro (wskaźniki PMI i indeks Ifo w Niemczech).

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 rolnictwem (% 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 | POPZEDNIA WARTOŚĆ | PROGNOZA* | |
|-----------------------------------|---------------|--|--------------------|-------------------|------------|------------|
| | | | | | CA | RYNEK** |
| Poniedziałek 16.12.2019 r. | | | | | | |
| 9:30 | Niemcy | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.) | Grudzień | 44,1 | 45,1 | 44,5 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny PMI w usługach (pkt.) | Grudzień | 51,9 | 52,0 | 52,0 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.) | Grudzień | 46,9 | 47,3 | 47,3 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny indeks Composite PMI | Grudzień | 50,6 | 50,9 | 50,7 |
| 14:00 | Polska | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €) | Październik | 171 | 122 | 330 |
| 14:00 | Polska | Inflacja bazowa (% r/r) | Listopad | 2,4 | 2,6 | 2,6 |
| 14:30 | USA | Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.) | Grudzień | 2,9 | | 4,0 |
| 15:45 | USA | Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Grudzień | 52,6 | | 52,6 |
| Wtorek 17.12.2019 r. | | | | | | |
| 14:30 | USA | Liczba rozpoczętych budów (tys.) | Listopad | 1314 | 1339 | 1344 |
| 14:30 | USA | Nowe pozwolenia na budowę (tys.) | Listopad | 1461 | 1408 | 1400 |
| 15:15 | USA | Produkcja przemysłowa (% m/m) | Listopad | -0,8 | 0,7 | 0,8 |
| 15:15 | USA | Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%) | Listopad | 76,7 | | 77,2 |
| Środa 18.12.2019 r. | | | | | | |
| 10:00 | Polska | Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r) | Listopad | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| 10:00 | Polska | Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r) | Listopad | 5,9 | 6,2 | 5,9 |
| 10:00 | Niemcy | Indeks Ifo (pkt.) | Grudzień | 95,0 | 95,7 | 95,5 |
| Czwartek 19.12.2019 r. | | | | | | |
| 10:00 | Polska | Produkcja przemysłowa (% r/r) | Listopad | 3,5 | 0,8 | 0,0 |
| 10:00 | Polska | Inflacja PPI (% r/r) | Listopad | -0,1 | 0,0 | 0,3 |
| 13:00 | Wlk. Brytania | Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%) | Grudzień | 0,75 | 0,75 | 0,75 |
| 14:00 | Polska | Minutes z posiedzenia RPP | Grudzień | | | |
| 14:30 | USA | Indeks Filadelfia Fed (pkt.) | Grudzień | 10,4 | | 8,0 |
| 16:00 | USA | Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m) | Listopad | 5,46 | 5,44 | 5,45 |
| Piątek 20.12.2019 r. | | | | | | |
| 10:00 | Polska | Sprzedaż detaliczna (% r/r) | Listopad | 5,4 | 4,8 | 4,8 |
| 14:30 | USA | Finalny PKB (% r/r) | III kw. | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| 16:00 | USA | Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.) | Grudzień | 99,2 | 99,2 | 99,2 |

* 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