W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych styczniowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w styczniu do 51,7 pkt. wobec 51,1 pkt. w grudniu. Uważamy, że w kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływała poprawa koniunktury we Francji i w Niemczech. Poprawa będzie wynikała głównie z lepszych nastrojów w usługach. We Francji wsparciem dla indeksu był efekt niskiej bazy sprzed miesiąca związany z protestami tzw. „żółtych kamizelek". Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne dla oceny trwałości obserwowanego w ostatnich kwartałach spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że jego wartość zwiększy się do -15,0 pkt. w styczniu wobec -17,5 pkt. w grudniu. W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 100,3 pkt. w styczniu z 101,0 pkt. w grudniu. Uważamy, ze publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie, a konferencja nie dostarczy nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC podniesie stopę depozytową łącznie o 40 pb w II poł. 2019 r. i główną stopę procentową o 25 pb w IV kw. 2019 r. Oczekujemy, że pomimo napływających w ostatnich miesiącach słabszych danych dotyczących strefy euro, nastawienie prezesa EBC, M. Draghiego prezentowane podczas konferencji nie stanie się bardziej łagodne. W grudniu M. Draghi zwracał uwagę na narastające czynniki ryzyka w dół dla prognoz wzrostu gospodarczego w strefie euro. Dane dotyczące realnej sfery gospodarki strefy euro i wskaźniki koniunktury, które napłynęły od grudniowego posiedzenia EBC były gorsze od oczekiwań, jednak w ocenie EBC najprawdopodobniej nie zmieniają one znacząco perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w średnim okresie. Dlatego uważamy, że z ewentualnymi zmianami w komunikacji EBC wstrzyma się do publikacji kolejnej projekcji makroekonomicznej w marcu. Wypowiedzi prezesa EBC podczas konferencji po posiedzeniu mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynku.
- **Na ten tydzień zaplanowane są publikacje danych z USA, ale ze względu na trwający *government shutdown* (patrz poniżej) mogą one zostać odłożone w czasie.** Uważamy, że zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w grudniu o 3,5% m/m wobec wzrostu o 0,8% w listopadzie, z uwagi na wyższe zamówienia na samoloty w firmie Boeing. Oczekujemy, że dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,26 mln w grudniu wobec 5,32 mln w listopadzie), wskażą na utrzymujące się spowolnienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem, ewentualne publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w grudniu do 8,9% r/r wobec 8,2% w listopadzie.** W kierunku jej wzrostu oddziaływały efekt niskiej bazy sprzed roku oraz dobra sytuacja na rynku pracy przyczyniająca się do wyższych zakupów świątecznych. Uważamy, że materializacja naszej prognozy będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Dzisiaj opublikowane zostały ważne dane z Chin.** Tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. obniżyło się do 6,4% r/r wobec 6,5% w III kw. (1,5% kw/kw wobec 1,6% w III kw.), co jest najniższym poziomem od 1990 r. Spowolnienie wzrostu gospodarczego było oczekiwane przez rynek. Zaskoczenie stanowią natomiast na ogół lepsze od oczekiwań dane miesięczne za grudzień. Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 5,7% r/r w grudniu wobec 5,4% w listopadzie (przy oczekiwaniach na poziomie 5,3%), sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 9,0% r/r wobec 8,1% (8,2%), a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się w grudniu w

porównaniu do listopada i wyniosła 5,9% (6,0%). Naszym zdaniem lepsze od oczekiwań dane miesięczne nie są jeszcze związane ze stymulacją wzrostu gospodarczego w Chinach, której efekty najprawdopodobniej pojawią się dopiero w II kw. br. (por. MAKROmapa z 07.01.2019 r.). Niemniej lepsze od konsensusu rynkowego miesięczne dane na koniec 2018 r. mogą sugerować stabilizację aktywności gospodarczej w Chinach, tym samym są one lekko pozytywne dla złotego.

W zeszłym tygodniu

- **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w grudniu do 2,8% r/r wobec 4,7% w listopadzie.** Główną przyczyną jej spadku było odnotowane w ostatnich miesiącach wyhamowanie wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych (w Niemczech i strefie euro), oddziałujące w kierunku wyraźnego zmniejszenia popytu na polski eksport. Oczekujemy, że w I kw. br. wpływ wyhamowania wzrostu aktywności w przetwórstwie przemysłowym w strefie euro na aktywność polskiego przetwórstwa będzie się nasilał i zakres jego oddziaływania będzie coraz szerszy. Podtrzymujemy jednak ocenę, że w związku z oczekiwanym przez nas ożywieniem światowego handlu począwszy od II kw. można oczekiwać stopniowej poprawy koniunktury w strefie euro, co przyczyni się do ożywienia popytu na polski eksport. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się w grudniu do 12,2% r/r wobec 17,1% w listopadzie. Struktura danych o produkcji budowlano-montażowej stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2018 r. nastąpił szczyt aktywności inwestycyjnej sektora publicznego (w tym samorządów), a w najbliższych kwartałach dynamika inwestycji publicznych będzie się stopniowo obniżać (por. MAKROpuls z 18.01.2018). Grudniowe dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w IV kw. (4,5% r/r wobec 5,1% w III kw.). W I kw. 2019 r. oczekujemy dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego do 3,7% r/r.
- **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce obniżyła się w grudniu do 1,1% r/r wobec 1,3% w listopadzie.** Tym samym inflacja ukształtowała się na najniższym poziomie od grudnia 2016 r. Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen paliw oraz nośników energii, a także obniżenia inflacji bazowej, która w grudniu zmniejszyła się do 0,6% wobec 0,7% w listopadzie. Przeciwny efekt miało przyspieszenie wzrostu cen żywności (por. MAKROpuls z 15.01.2018). W IV kw. 2018 r. inflacja zmniejszyła się do 1,4% r/r wobec 2,0%. W całym 2018 r. wyniosła ona 1,6% wobec 2,0% w 2017 r. W najbliższych miesiącach oczekujemy łagodnego zwiększenia rocznej dynamiki cen do 1,6% r/r w II kw. (lokalne maksimum), wspieranej przez stopniowy wzrost inflacji bazowej i przyspieszenie wzrostu cen żywności. W kierunku zmniejszenia wskaźnika inflacji będzie natomiast oddziaływał spadek cen paliw, będący efektem znaczącego obniżenia cen ropy naftowej. W konsekwencji, w 2019 r. inflacja utrzyma się na poziomie wyraźnie poniżej celu RPP, co jest zgodne z naszym scenariuszem stabilizacji stóp procentowych NBP w całym 2019 r. (pierwsza podwyżka w marcu 2020 r.).
- **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się w listopadzie do 221 mln EUR wobec 471 mln EUR w październiku.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższego salda obrotów towarowych (o 340 mln EUR wyższe niż w październiku). Przeciwny wpływ miały niższe salda usług oraz dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 34 mln EUR, 46 mln EUR i 10 mln EUR niższe niż w październiku). Dynamika eksportu zmniejszyła się w listopadzie do 7,1% r/r wobec 12,1% w październiku, a dynamika importu spadła do 9,9% wobec 17,5%. W kierunku zmniejszenia dynamik eksportu oraz importu oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB w IV kw. 2018 r. (-0,7% wobec -0,4% w III kw.).

- **Dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w grudniu do 6,1% r/r z 7,7% w listopadzie.** Z kolei roczna dynamika zatrudnienia obniżyła się do 2,8% wobec 3,0% w listopadzie (por. MAKROpuls z 18.01.2018). Szacujemy, że realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zmniejszyła się w grudniu do 7,8% r/r wobec 9,5% w listopadzie (8,8% w IV kw. wobec 8,3% w III kw.). Lekki wzrost dynamiki funduszu płac w IV kw. sygnalizuje nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki spożycia prywatnego w IV kw. 2018 r. (4,4% r/r wobec 4,5% w III kw.). Jednocześnie dane o dynamice płac w polskim sektorze przedsiębiorstw w grudniu wskazują, że mimo sygnalizowanego przez przedsiębiorstwa braku wykwalifikowanych pracowników presja płacowa nadal się obniża. Stanowi to silne wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2019 r. nominalna dynamika płac w całej gospodarcze nieznacznie spadnie.
- **W ubiegłym tygodniu brytyjski parlament odrzucił wynegocjowany przez T. May projekt umowy w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z UE.** Choć wynik głosowania nie stanowił zaskoczenia dla inwestorów to skala porażki T. May (projekt umowy odrzucono przewagą 230 głosów, w tym członków Partii Konserwatywnej, której liderem jest T. May) zwiększyła oczekiwania rynku na działania Wielkiej Brytanii mające na celu odłożenie w czasie momentu *Brexitu*. W efekcie po głosowaniu doszło do umocnienia funta względem euro. Kolejnego dnia po przegranym głosowaniu odbyło się głosowanie nad wotum nieufności dla rządu T. May, które zostało jednak odrzucone. Dzisiaj T. May ma przedstawić dalszy plan działania w sprawie *Brexitu*. Istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że na mocy art. 50 unijnego traktatu będzie starała się o odłożenie terminu wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, który obecnie ustalony jest na 29 marca. Choć propozycja ta najprawdopodobniej znajdzie akceptację UE, to liczne wypowiedzi przedstawicieli UE wskazują na brak możliwości renegocjacji samego projektu porozumienia dotyczącego warunków *Brexitu*. W efekcie w kolejnych tygodniach będziemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu EURGBP.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Na pogorszenie sytuacji w przetwórstwie w stanie Nowy Jork wskazał indeks NY Empire State, który zmniejszył się w styczniu do 3,9 pkt. wobec 10,9 pkt. w grudniu. Poprawę koniunktury w przetwórstwie na północnym-wschodzie USA zasygnalizował natomiast indeks Philadelphia FED, który wzrósł w styczniu do 17,0 pkt. wobec 9,1 pkt. w grudniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w styczniu do 90,7 pkt. wobec 98,3 pkt. w grudniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (97,0 pkt.). Jednocześnie jest to najniższy poziom indeksu od października 2016 r. Wyraźne pogorszenie koniunktury konsumenckiej wynikało ze spadku składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Na ubiegły tydzień zaplanowane były również publikacje danych o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, rozpoczętych budowach domów oraz nowych pozwoleniach na budowę (por. MAKROmapa z 14.01.2018). Dane nie ukazały się jednak ze względu na trwający w USA *government shutdown*, czyli zawieszenie funkcjonowania rządu federalnego związane z brakiem uchwalenia budżetu na 2019 r. Powodem braku uchwalenia budżetu jest spór pomiędzy prezydentem USA a politykami Partii Demokratycznej w Kongresie w sprawie finansowania muru na granicy USA z Meksykiem. Obecnie nie ma sygnałów wskazujących na wzrost prawdopodobieństwa przełamania impasu. Jednocześnie jest to najdłuższy *shutdown* w historii USA. Silne pogorszenie koniunktury konsumenckiej, a także przeciągający się *shutdown* stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. 2019 r. zmniejszy się do 2,4% wobec 2,7% w IV kw. 2018 r. pozostając tym samym nadal powyżej potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego szacowanego przez FED na poziomie nieznacznie poniżej 2%. Szacujemy, że każde 10 dni zawieszenia funkcjonowania rządu federalnego obniża tempo wzrostu PKB o 0,1 pkt. proc. Niemniej im dłużej trwa *shutdown,* tym efekt ten może być silniejszy.
- **Tempo wzrostu PKB w Niemczech zmniejszyło się w 2018 r. do 1,5% wobec 2,2% w 2017 r., co było zgodne z naszą prognozą równą konsensusowi rynkowemu.** Spowolnienie wzrostu

gospodarczego wynikało z niższych wkładów eksportu netto (-0,5 pp. w 2018 r. wobec 0,3 pp. w 2017 r.), spożycia prywatnego (0,5 pp. wobec 0,9 pp.) oraz spożycia publicznego (0,2 pp. wobec 0,3 pp.). Przeciwny wpływ miał wyższy wkład zapasów (0,4 pp. wobec 0,1 pp.). Wkład inwestycji do dynamiki PKB nie zmienił się i wyniósł 0,6 pp. Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w Niemczech w 2018 r. były inwestycje. Jednocześnie na podstawie danych za cały 2018 r. szacujemy, że tempo wzrostu PKB w IV kw. wzrosło do 0,1% kw/kw wobec -0,2% w III kw. Prognozujemy, że w 2019 r. dynamika niemieckiego PKB zmniejszy się do 1,3%.

Czy RPP wprowadzi program nisko oprocentowanych kredytów dla MŚP?

Napływające w ostatnich miesiącach dane z realnej sfery gospodarki oraz wskaźniki koniunktury wskazywały na spowolnienie w światowym handlu, do którego w pewnym stopniu przyczyniło się nasilenie protekcjonizmu. W efekcie nastąpiło obniżenie tempa wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Niekorzystna sytuacja za granicą oddziaływała w kierunku pogorszenia koniunktury w Polsce, odzwierciedlanego m.in. silnym spowolnieniem wzrostu produkcji przemysłowej w grudniu (patrz powyżej). W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że obserwowane obecnie spowolnienie w światowym handlu ma charakter przejściowy. Polityka symulacji popytu realizowana przez chińskie władze będzie oddziaływała w kierunku pobudzenia wzrostu gospodarczego w Chinach, a w rezultacie również u głównych partnerów handlowych Polski. Tym samym nasz scenariusz makroekonomiczny przewiduje „miękkie lądowanie" polskiej gospodarki, tj. lekkie spowolnienie wzrostu PKB do 3,3% w 2019 r. i 3,2% w 2020 r. Poniżej analizujemy scenariusz alternatywny, w którym nie nastąpiłoby oczekiwane przez nas ożywienie światowego wzrostu gospodarczego, a w rezultacie dynamika PKB w Polsce uległaby znaczącemu i trwałemu obniżeniu. Poniższe opracowanie jest pierwszym z cyklu analiz skupiających się na niekonwencjonalnych narzędziach polityki pieniężnej, które Narodowy Bank Polski mógłby ewentualnie zastosować w celu złagodzenia ww. negatywnego szoku popytowego. Jako pierwszy instrument z potencjalnego arsenału Rady Polityki Pieniężnej analizujemy program nisko oprocentowanych kredytów dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP).

Prezes NBP, A. Glapiński wielokrotnie powtarzał w ostatnich miesiącach swój pogląd, że w sytuacji, w której konieczne będzie rozluźnienie polityki pieniężnej, Rada rozważy jej złagodzenie poprzez zastosowanie niekonwencjonalnych narzędzi polityki monetarnej zamiast obniżania stóp procentowych. Zgodnie z wypowiedziami członków RPP (E. Gatnara, Ł. Hardta) ewentualne obniżki stóp byłyby negatywne dla stabilności sektora bankowego. Należy również zwrócić uwagę, że dla RPP ważnym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji w polityce pieniężnej jest tempo wzrostu kredytu (por. MAKROpuls z 09.01.2019). Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, uruchomienie przez NBP programu taniego finansowania dla sektora MŚP w warunkach ewentualnego spowolnienia wzrostu gospodarczego jest jednym ze scenariuszy, który trzeba brać pod uwagę. Poniżej opisujemy doświadczenia Narodowego Banku Węgier (MNB) związane z przeprowadzeniem analogicznego programu (*Funding for Growth Scheme,* FGS) i wskazujemy na trudności związane z jego implementacją w polskich warunkach.

W następstwie wybuchu globalnego kryzysu finansowego na Węgrzech odnotowano znaczący spadek wolumenu kredytu dla przedsiębiorstw pomimo znaczącej skali złagodzenia polityki pieniężnej realizowanego poprzez obniżki stóp procentowych. Z tego względu w 2013 r. MNB podjął decyzję o uruchomieniu programu FGS polegającego na udostępnieniu sektorowi bankowemu nieoprocentowanych funduszy na udzielenie kredytów o stałej stopie procentowej podmiotom z sektora MŚP.

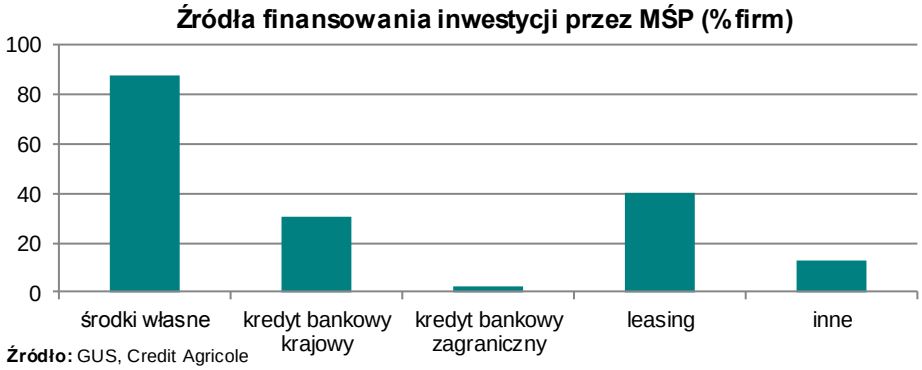
MNB ukierunkował swoje działania na sektor MŚP ze względu na kilka czynników. Na Węgrzech takie firmy produkują przede wszystkim na krajowy rynek, co ograniczyło pozytywny wpływ obserwowanego wówczas ożywienia popytu zagranicznego na produkcję tego sektora. Spadek akcji kredytowej w tym segmencie był silniejszy niż w sektorze przedsiębiorstw ogółem. Co więcej, większe firmy były w stanie uzyskać finansowanie dzięki dostępowi do rynku kapitałowego lub od swoich firm-matek. Takie formy finansowania były niedostępne dla większości mniejszych przedsiębiorstw. Utrzymujący się słaby popyt i ograniczony dostęp do finansowania przyczynił się do wzrostu liczby bankructw w tym sektorze na Węgrzech. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że MŚP stanowią ważny element węgierskiej gospodarki – odpowiadały one wówczas za prawie połowę przychodów netto, 65% zatrudnienia i 46% nakładów brutto na środki trwałe.

Oprocentowanie kredytów oferowanych przez banki komercyjne dzięki finansowaniu zapewnionemu przez MNB nie mogło być wyższe niż 2,5%, co znacząco obniżyło koszty finansowania dla sektora MŚP w porównaniu do warunków rynkowych (ok. 6%). Część z firm zwracała uwagę również na zalety związane ze stałym oprocentowaniem finansowania, które sprzyjało zaciąganiu kredytów o dłuższym okresie zapadalności (nawet do 10 lat). Program MNB został wykorzystany przez MŚP nie tylko do zaciągnięcia nowych kredytów obrotowych i inwestycyjnych, ale również do wcześniejszej do spłaty istniejących zobowiązań (w celu zmniejszenia kosztu obsługi zadłużenia) lub przewalutowania kredytów zaciągniętych w obcej walucie (w celu wyeliminowania ryzyka kursowego). W rezultacie udało się zatrzymać spadek wolumenu kredytów dla sektora MŚP. W sumie w latach 2013-2017, w ramach 3 faz programu FGS prawie 40 tys. firm uzyskało finansowanie przekraczające łącznie kwotę 2800 mld forintów (7,3% PKB z 2017 r.). MNB szacuje, że dzięki programowi łączny wzrost PKB odnotowany w latach 2013-2017 był wyższy o 2,0-2,5 pkt. proc. w porównaniu do alternatywnego scenariusza, w którym ożywienie akcji kredytowej nastąpiłoby w dużo łagodniejszy sposób.

	Węgry (VI 2013 r.)	Polska (2018 r.)
Dynamika kredytu dla przedsiębiorstw ogółem (r/r, średnia za 12 mies.)	-4,5%	6,3%
Dynamika kredytów dla MŚP (r/r, średnia za 12 mies.)	-5,0%	3,1%
Odsetek zagrożonych kredytów dla przedsiębiorstw ogółem	17,6%	8,9%
Odsetek odrzuconych wniosków kredytowych MŚP	14,3%	7,5%
Dostęp do finansowania jako najważniejszy problem MŚP	12,6%	8,0%

Źródło: KNF, SAFE, Credit Agricole

Obecnie Polska znajduje się w innej sytuacji niż Węgry w momencie wprowadzenia programu FGS (VI 2013 r., por. tabela). Akcja kredytowa w sektorze MŚP utrzymuje się na niskim poziomie (średnio 3,1% r/r za ostatnie 12 miesięcy), jednak nie obserwujemy spadku wolumenu kredytów. Ponadto udział kredytów zagrożonych w portfelu kredytów korporacyjnych ogółem (8,9%) jest wyraźnie niższy niż wówczas na Węgrzech (17,6%). Ponadto polskie firmy sektora MŚP nie mają problemu z uzyskaniem finansowania. Zgodnie z badaniem SAFE realizowanym przez EBC i Komisję Europejską tylko 8,0% firm MŚP wskazuje obecnie na dostęp do finansowania jako najważniejszy problem w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa i tylko 7,5% wniosków o kredyt bankowy zostaje odrzuconych. Należy jednak pamiętać, że w warunkach istotnego, przedłużającego się spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce ww. wskaźniki mogą ulec znaczącemu pogorszeniu. Wtedy implementacja programu nisko oprocentowanego finansowania mogłaby być uzasadniona.



Źródło: GUS, Credit Agricole

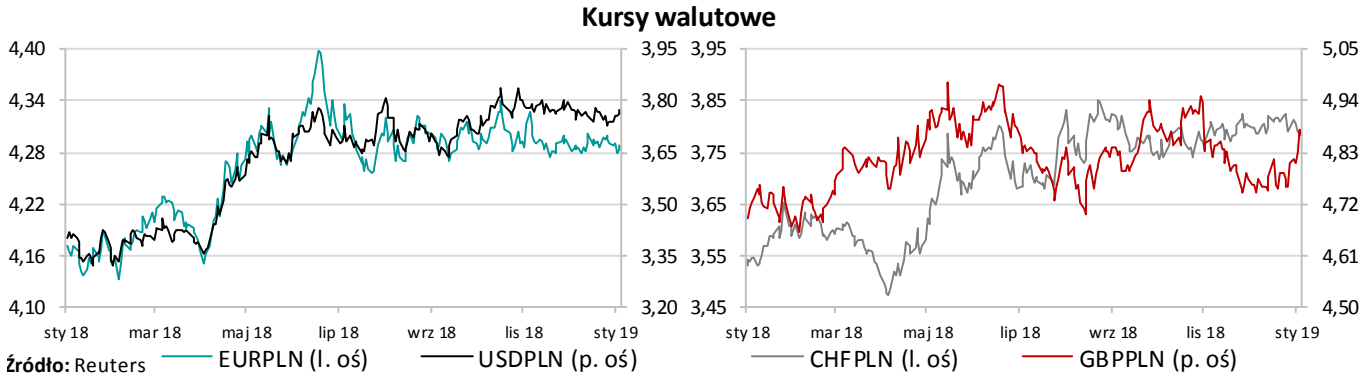
Uważamy jednak, że w polskich warunkach uruchomienie takiego programu mogłoby napotkać na istotne przeszkody. Głównym problemem w Polsce byłby ograniczony popyt ze strony przedsiębiorstw na kredyt bankowy. Zgodnie z badaniem „Barometr EFL" przeprowadzonym w styczniu br. wskaźnik dotyczący planowanych inwestycji MŚP znalazł się na najniższym poziomie od IV kw. 2017 r. Planowany spadek poziomu inwestycji sprawia, że ankietowane firmy wyrażają mniejsze zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne. Co więcej charakterystyka polskiego rynku jest taka, że MŚP realizują inwestycje głównie z wykorzystaniem środków własnych (88% przedsiębiorstw MŚP raportuje takie źródło finansowania w ankietach GUS), a nie kredytu bankowego (31%, por. wykres). Ponadto, zgodnie z badaniem SAFE, 61% ankietowanych MŚP stwierdziło, że kredyt bankowy nie jest istotnym źródłem finansowania ich działalności.

Ograniczony popyt MŚP na kredyt bankowy oznacza również, że oprocentowanie oferowane w ramach programu musiałoby być wyraźnie niższe od rynkowego, aby firmy były skłonne do skorzystania z niego. Marża banków w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych (różnica pomiędzy oprocentowaniem kredytów dla firm i przeciętnym oprocentowaniem depozytów ogółem) wynosi 2,1 pkt. proc.. Oznacza to, że jeśli NBP udostępni bankom komercyjnym nieoprocentowane środki to, aby nie pogorszyć swojego wyniku, banki będą udzielały kredytów oprocentowanych na poziomie co najmniej 2,1%. Biorąc pod uwagę, że przeciętne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw wynosi obecnie 3,6%, to oferowane w ramach programu finansowanie po 2,1% najprawdopodobniej będzie wystarczająco atrakcyjne dla MŚP.

Oprocentowanie kredytów bankowych udzielanych MŚP (a tym samym również spread) jest jednak zwykle wyższe niż w segmencie przedsiębiorstw ogółem. W warunkach spowolnienia gospodarczego, premia za ryzyko najprawdopodobniej zwiększy się, co dodatkowo przyczyni się do wzrostu spreadu. Będzie to oddziaływać w kierunku wzrostu oprocentowania kredytów oferowanych w ramach programu. W celu zwiększenie popytu MŚP na takie finansowanie NBP mógłby udostępnić bankom komercyjnym środki po ujemnej stopie procentowej lub zostałby wprowadzony system zachęt dla banków w celu obniżenia oprocentowania (np. poprzez zmniejszenie podatku bankowego dla jednostek uczestniczących w programie). Drugi sposób będzie jednak wymagał współpracy NBP z rządem. Należy również pamiętać, że niskie oprocentowanie kredytów mogłoby się przyczynić do realizowania przez firmy inwestycji, które będą miały ograniczony wpływ na długookresowe tempo wzrostu wydajności i PKB.

Pomimo powyższych trudności uważamy, że program nisko oprocentowanych kredytów dla sektora MŚP byłby pierwszym narzędziem w ramach niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, po które sięgnąłby NBP w przypadku przedłużającego się, silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego i inflacji utrzymującej się trwale i znacząco poniżej celu. W kolejnej MAKROmapie przedstawimy wyniki naszej analizy, w ramach której zbadaliśmy, jaka musiałaby być skala takiego programu w Polsce aby skutecznie pobudzić wzrost gospodarczy i inflację.

Krajowe dane o sprzedaży detalicznej mogą umocnić złotego



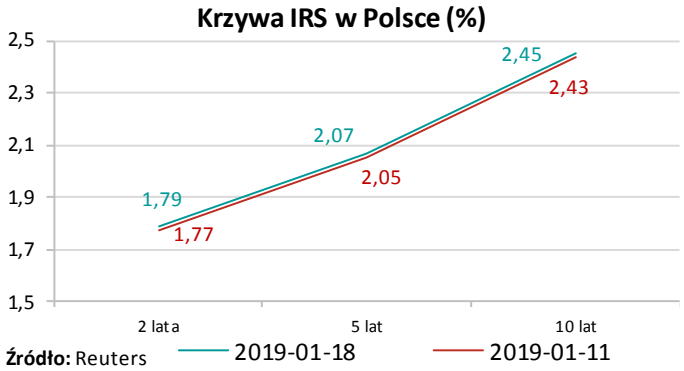
Źródło: Reuters

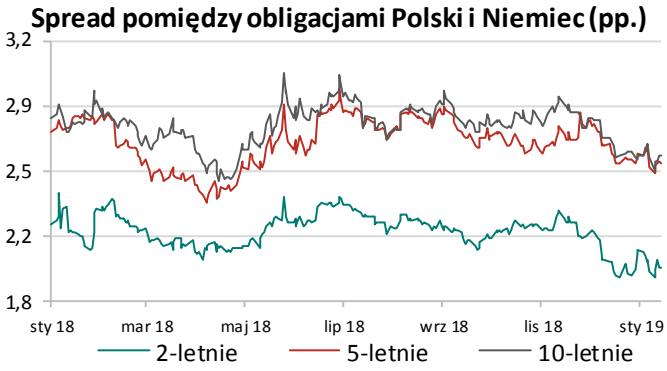
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,2881 (brak zmiany w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). W poniedziałek i wtorek kurs EURPLN był stabilny i kształtował się w przedziale 4,28-4,30. W środę doszło do lekkiego umocnienia złotego, czemu sprzyjało osłabienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Polsce odzwierciedlane wzrostem stawek FRA. W dalszej części tygodnia kurs EURPLN znajdował się w łagodnym trendzie wzrostowym, co wynikało ze wzrostu niepewności wokół *Brexitu* (patrz powyżej). W piątek dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego były słabsze od oczekiwań dane nt. krajowej produkcji przemysłowej.

W ubiegłym tygodniu obserwowana była podwyższona zmienność kursu EURGBP. We wtorek wieczorem doszło do umocnienia funta względem euro, po tym jak brytyjski parlament odrzucił projekt umowy w sprawie *Brexitu*. Choć nie stanowiło to zaskoczenia dla inwestorów, to bardzo niskie poparcie dla projektu umowy zwiększyło oczekiwania rynku na działania Wielkiej Brytanii mające na celu odroczenie *Brexitu*. W czwartek doszło o dalszego spadku kursu EURGBP, po tym jak odrzucone zostało wotum nieufności wobec rządu T. May. W konsekwencji, w warunkach stabilizacji kursu EURPLN, w ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego osłabienia złotego względem funta brytyjskiego (o 1,2%).

Opublikowane dzisiaj w nocy dane z Chin, które okazały się nieznacznie lepsze od oczekiwań, są lekko pozytywne dla złotego. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą krajowe dane o sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszej wyższej od oczekiwań rynku prognozy dane mogą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. W czwartek oczekujemy podwyższonej zmienności kursu EURPLN ze względu na posiedzenie EBC. Wyniki badań koniunktury w strefie euro (indeksy PMI oraz indeks Ifo i ZEW dla Niemiec), a także ewentualne dane z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, wstępne zamówienia na dobra trwałe) będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs złotego.

EBC może podwyższyć zmienność stawek IRS





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,79 (wzrost o 2pb), 5-letnie do 2,07 (wzrost o 2pb), a 10-letnie do 2,45 (wzrost o 2pb). W poniedziałek i wtorek obserwowany był spadek stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim. W środę doszło do odwrócenia trendu i wzrostu stawek IRS, co związane było ze zmniejszeniem oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Polsce. W dalszej części tygodnia wzrost stawek IRS utrzymał się. Wzrost niepewności wokół *Brexitu* miał ograniczony wpływ na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane o krajowej sprzedaży detalicznej, które mogą oddziaływać w kierunku wzrostu stawek IRS na krótkim końcu krzywej. W czwartek możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością stawek IRS ze względu na posiedzenie EBC. Wyniki badań koniunktury w strefie euro (indeksy PMI oraz indeks Ifo i ZEW dla Niemiec), a także ewentualne dane z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, wstępne zamówienia na dobra trwałe) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 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*	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	**4,29**
Kurs USDPLN*	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	**3,74**
Kurs CHFPLN*	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	**3,76**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,8	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,7	2,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	**8,9**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,6	6,8	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	**5,8**	
Saldo ROB (mln EUR)	-1354	2289	-792	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-221		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,8	15,5	6,6	-4,4	9,9	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,1		
Import (r/r, %, EUR)	13,2	19,0	9,5	0,3	13,6	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	9,9		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2018				2019				2018	2019	2020
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		5,3	5,1	5,1	4,5	3,7	3,6	3,2	2,9	5,0	3,3	3,2
Konsumpcja (%, r/r)		4,7	4,9	4,5	4,4	4,2	3,5	3,4	3,3	4,6	3,6	3,0
Inwestycje (%, r/r)		8,2	4,7	9,9	9,3	8,1	6,7	4,4	3,6	8,3	5,2	4,2
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		3,4	7,6	4,9	4,4	4,7	4,7	4,9	5,4	5,1	4,9	4,5
Import (ceny stałe, %, r/r)		5,5	6,5	6,9	6,5	5,7	5,6	6,3	5,8	6,4	5,9	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,8	2,7	2,2	2,7	2,0	2,0	1,6	2,7	2,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,8	1,7	2,3	1,0	1,1	0,8	0,9	1,5	1,0	0,8
	Eksport netto (pp.)	-1,0	0,9	-0,9	-0,9	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	-0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,2	0,0	-0,4	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	-0,9	-0,8
Stopa bezrobocia (%)**		6,6	5,8	5,7	5,8	6,1	5,6	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		1,4	1,0	1,1	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	0,4	0,1
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		6,2	7,1	7,6	7,3	7,5	7,2	6,9	6,2	7,1	7,0	5,5
Inflacja CPI (%)*		1,5	1,7	2,0	1,4	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	1,5	2,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,80	1,72	1,80	2,30
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
EURPLN**		4,21	4,37	4,28	4,29	4,30	4,33	4,29	4,25	4,29	4,25	4,15
USDPLN**		3,42	3,74	3,69	3,74	3,74	3,64	3,52	3,43	3,74	3,43	3,22

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 21.01.2019r.				
3:00	Chiny	PKB (% r/r)	IV kw.	6,5	6,4	6,4
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	8,1	8,4	8,2
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	5,4	5,3	5,3
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Grudzień	5,9	6,4	6,0
		Wtorek 22.01.2019r.				
10:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (% r/r)**	**Grudzień**	**8,2**	**8,9**	**7,7**
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Styczeń	-17,5	-15,0	-18,3
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Grudzień	5,32	5,26	5,25
		Środa 23.01.2019r.				
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Grudzień**	**8,8**	**8,9**	**8,6**
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	-6,2		-6,5
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	-8,0		
		Czwartek 24.01.2019r.				
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	51,5	51,3	51,3
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Grudzień**	**5,7**	**5,8**	**5,8**
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Styczeń	51,2	52,2	51,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	51,4	51,1	51,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Styczeń	51,1	51,7	51,4
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Styczeń	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	213		220
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	53,8		53,5
		Piątek 25.01.2019r.				
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	101,0	100,3	100,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	0,8	3,5	1,5

* 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.