

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o lutowej inflacji w Polsce.** Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany poziom inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen zmniejszyła się w lutym do 1,6% wobec 1,9% w styczniu. Nasza prognoza jest niższa od oczekiwań rynku (1,7%), a tym samym publikacja danych o inflacji będzie oddziaływała w kierunku lekkiego osłabienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **Ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie również dzisiejsza publikacja szczegółowych wyników marcowej projekcji NBP.** Pozwoli ona na pełniejszą ocenę czynników ryzyka dla naszej średnioterminowej prognozy kursu złotego oraz stóp procentowych (patrz niżej).
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w lutym do 0,7% m/m wobec -0,1% w styczniu, co było spójne z przyrostem zatrudnienia w przetwórstwie w lutym (31 tys. osób). Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w lutym o 0,3% m/m wobec spadku o 0,3% w styczniu ze względu na wyższą dynamikę sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Trwałość ożywienia na rynku nieruchomości w USA potwierdzą wysokie liczby pozwoleń na budowę domów (1345 tys. w lutym wobec 1396 tys. w styczniu) oraz liczby rozpoczętych budów domów (1285 tys. wobec 1326 tys.). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem indeks Philadelphia FED wzrósł w marcu do 26,8 pkt. z 25,8 pkt. w lutym, a wskaźnik NY Empire State najprawdopodobniej zwiększył się do 14,1 pkt. z 13,1 pkt. w lutym. Oczekujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów konsumentów w marcu (98,0 pkt. wobec 99,7 pkt. w lutym). Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W środę opublikowane zostaną liczne dane z chińskiej gospodarki.** Prognozujemy stabilizację tempa wzrostu produkcji przemysłowej (6,2% r/r w lutym i styczniu), zwiększenie dynamiki sprzedaży detalicznej (do 10,0% r/r z 9,4%) oraz spowolnienie tempa wzrostu inwestycji w aglomeracjach miejskich (do 6,2% r/r z 7,2%). Lutowe dane z chińskiej gospodarki będą w naszej ocenie neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 1885 mln EUR wobec -1152 mln EUR w grudniu ub. r., będącego wynikiem wyższego salda bilansu handlowego i wyższych transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 2,1% r/r w grudniu do 11,7% w styczniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 10,9% r/r do 15,5%. W kierunku jednoczesnego wzrostu dynamik eksportu i importu oddziaływała korzystna różnica liczby dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla rynków.
- **W czwartek opublikowane zostaną lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 3,6% r/r z 3,8% w styczniu (efekt oddziaływania wysokiej ubiegłorocznej bazy). Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła 7,3% r/r. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp

sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu przedstawione zostały wyniki najnowszej projekcji ekonomicznej NBP. Ścieżka inflacji w latach 2018 i 2019 została - w porównaniu z projekcją listopadową – nieznacznie zrewidowana w dół. zgodnie z projekcją inflacja osiągnie cel inflacyjny RPP (2,5%) w drugiej połowie 2019 r. a w 2020 r. wyraźnie go przekroczy, pozostając jednak w przedziale dopuszczalnych odchyień od celu (1,5% - 3,5%). Nieznacznie w górę zrewidowana została natomiast ścieżka wzrostu gospodarczego. Na konferencji prasowej prezes NBP przedstawił zaskakującą w świetle wyników projekcji opinię, zgodnie z którą stopy procentowe NBP powinny pozostać na obecnym poziomie do końca 2020 r. Jednocześnie dopuścił on pojawienie się wniosków o obniżki stóp pod koniec 2020 r. (por. MAKROpuls z 7.03.2018). Rynek nie spodziewał się aż tak gołębiego wydźwięku wypowiedzi A. Głapińskiego. W efekcie podczas konferencji prasowej doszło do osłabienia złotego i spadku stawek IRS. Wypowiedzi prezesa NBP sygnalizują ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP dokona pierwszej podwyżki stóp procentowych (o 25 pb) w lipcu 2019 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC, na którym utrzymane zostały dotychczasowe parametry polityki monetarnej.** Zgodnie z komunikatem, EBC oczekuje, że stopy procentowe zostaną najprawdopodobniej utrzymane na obecnym poziomie przez dłuższy okres, znacząco przekraczający horyzont programu skupu aktywów (tzw. *forward guidance*). Utrzymany został zapis mówiący, że program skupu aktywów potrwa do września br. lub dłużej, jeśli będzie to konieczne. Usunięty został natomiast fragment mówiący, że EBC jest gotów zwiększyć skalę lub wydłużyć horyzont programu skupu aktywów, co wskazuje na spadek prawdopodobieństwa dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej w strefie euro. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały wyniki marcowej projekcji ekonomicznej. Ścieżka inflacji nie zmieniła się znacząco względem grudniowej projekcji. EBC obecnie prognozuje, że inflacja w strefie euro w 2018 r. wyniesie 1,4% (1,4% w grudniowej projekcji), 1,4% w 2019 r. (1,5%) oraz 1,7% w 2020 r. (1,7%). Istotnych zmian nie wprowadzono również w prognozach PKB, który zgodnie z marcową projekcją w 2018 r. zwiększy się o 2,4% (2,3% w grudniowej projekcji), 1,9% w 2019 r. (1,9%), a w 2020 r. o 1,7% (1,7%). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi zasygnalizował ryzyko dla perspektyw gospodarczych w strefie euro związane z protekcjonizmem w handlu zagranicznym ze strony USA, wysokim długiem publicznym krajów strefy euro, a także sytuacją polityczną we Włoszech. Zmiany w komunikacie EBC oraz wyniki marcowej projekcji ekonomicznej nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym w czerwcu 2018 r. EBC wydłuży program skupu aktywów do grudnia 2018 r., ograniczając jego skalę do 15 mld EUR począwszy od września 2018 r. Jednocześnie oczekujemy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych (stopy depozytowej) nastąpi we wrześniu 2019 r., a główna stopa procentowa zostanie podniesiona w grudniu 2019 r.

✓ **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w lutym o 313 tys. wobec wzrostu o 239 tys. w styczniu (rewizja w górę z 200 tys.), co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 200 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w budownictwie (+61,0 tys.), handlu detalicznym (+50,3 tys.) oraz w usługach biznesowych (+50,0 tys.). Spadek zatrudnienia odnotowano natomiast w usługach informacyjnych (-12,0 tys.). Stopa bezrobocia w lutym nie zmieniła się w porównaniu do stycznia i wyniosła 4,1%, kształtując się wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,6%, por. MAKROmapa z 18.12.2017). Współczynnik aktywności zawodowej zwiększył się w lutym do 63,0% wobec 62,7% w styczniu, co wskazuje, że dobra koniunktura w amerykańskiej gospodarce zachęca osoby do tej pory nieaktywne zawodowo do wejścia na rynek pracy. Na tle historycznym współczynnik aktywności zawodowej w USA pozostaje jednak na relatywnie stabilnym poziomie. Obniżyła się natomiast roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego, która wyniosła w lutym 2,6% wobec 2,8% w styczniu, co było poniżej konsensusu rynkowego (2,8%). Spadek rocznej dynamiki wynagrodzenia godzinowego częściowo wynikał z wolniejszego niż w styczniu miesięcznego

wzrostu płac oraz rewizji danych w poprzednich miesiącach. W kolejnych miesiącach oczekujemy wzrostu dynamiki wynagrodzeń wraz z poprawiającą się sytuacją na amerykańskim rynku pracy. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks ISM poza przetwórstwem, który zmniejszył się w lutym do 59,5 pkt. wobec 59,9 pkt. w styczniu. W kierunku jego obniżenia oddziaływał spadek wkładu składowej dla zatrudnienia. Przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla aktywności biznesowej oraz nowych zamówień. Składowa dla czasu dostaw nie zmieniła się. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2018 r. FED dokona 3 podwyżek stóp procentowych po 25 pb. (w marcu, w czerwcu i we wrześniu).

- ✔ **Zgodnie z finalnym szacunkiem PKB w strefie euro zwiększyło się w IV kw. o 0,6% kw/kw wobec wzrostu o 0,7% w III kw. (2,7% r/r w IV kw. wobec 2,8% w III kw.).** W kierunku obniżenia kwartalnego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro oddziały niższe wkłady konsumpcji prywatnej (0,1 pp. w IV kw. wobec 0,2 pp. w III kw.), zapasów (-0,2 pp. wobec 0,0 pp.) oraz eksportu netto (0,4 pp. wobec 0,5 pp.). Przeciwny efekt miał wyższy wkład inwestycji (0,2 pp. w IV kw. wobec -0,1 pp. w III kw.). Wkład wydatków rządowych nie zmienił się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniósł 0,1 pp. Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w strefie euro w IV kw., podobnie jak w III kw., był eksport netto. Prognozujemy, że w I kw. kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro obniży się do 0,5%.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka w niemieckim bilansie handlowym nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 21,3 mld EUR. Jej stabilizacji towarzyszył spadek zarówno miesięcznej dynamiki importu (-0,5% w styczniu wobec 1,1% w grudniu) jak i eksportu (-0,5% wobec 0,0%). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika wzrosła w styczniu do -0,1% wobec -0,5% w grudniu. Jej zwiększenie wynikało z wyższego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie, podczas przeciwny efekt miało jego obniżenie w budownictwie oraz energetyce. Spadek odnotowała natomiast miesięczna dynamika nowych zamówień w przemyśle, która obniżyła się w styczniu do -3,9% wobec wzrost o 3,0% w grudniu. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zmniejszy się w I kw. br. do 0,5% wobec 0,6% w IV kw. 2017 r.
- ✔ **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w lutym do 33,7 mld USD wobec -5,3 mld USD w styczniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (20,3 mld USD).** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w lutym do 44,5% r/r wobec 11,1% w styczniu, podczas gdy dynamika importu spadła do 6,3% w lutym wobec 36,8% w styczniu. Do danych nt. chińskiego handlu zagranicznego za pierwsze miesiące roku należy podchodzić z dużą ostrożnością z uwagi na liczne przejściowe efekty (m.in. zmienny rozkład święta Chińskiego Nowego Roku), które podwyższają ich zmienność. Niemniej jednak dane wskazują na utrzymującą się dobrą koniunkturę w światowym handlu, co sygnalizowane było wcześniej przez indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa (por. MAKROmapa z 5.03.2018). Istotne ryzyko dla ożywienia w światowym handlu stanowią jednak wprowadzone w ubiegłym tygodniu przez D. Trumpa wysokie cła na amerykański import stali i aluminium (por. MAKROmapa z 5.03.2018). W przypadku gdy inne kraje odpowiedzą na wzrost amerykańskich ceł podwyżką stawek celnych na inne produkty, może być to początkiem wojny handlowej. Miałoby to negatywny wpływ na światowy handel, a konsekwencji perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie.
- ✔ **Wydarzenia ubiegłego tygodnia (posiedzenia RPP i EBC oraz dane z rynku pracy w USA) stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy kursu EURPLN.** W przypadku gdy prezes NBP A. Głapiński nie wycofa się ze swojego bardzo gołębiego stanowiska (patrz powyżej), w naszej ocenie na rynku będzie utrzymywać się presja na osłabienie złotego. Jednocześnie mniejsze prawdopodobieństwo dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej przez EBC będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego względem euro. Ponadto, ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy zwiększają prawdopodobieństwo szybszego od oczekiwań tempa zacieśniania polityki pieniężnej w USA. W efekcie widzimy istotne ryzyko w górę dla naszej

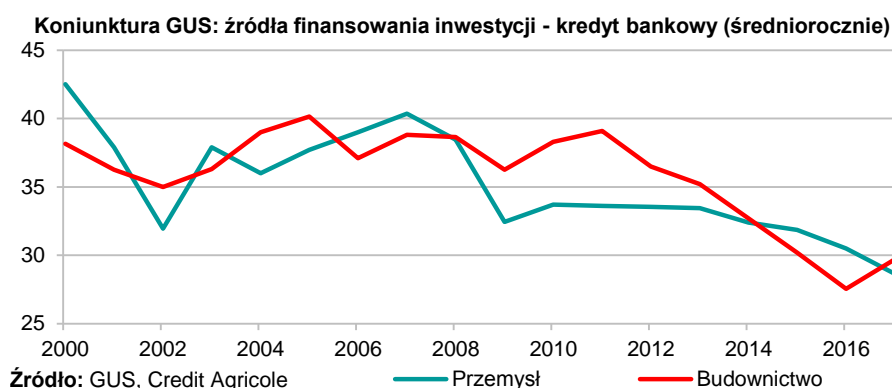
prognozy kursu EURPLN w 2018 r. (patrz tabela kwartalna).

## Co dalej z kredytem dla przedsiębiorstw?

Analiza tendencji w segmencie kredytów korporacyjnych jest istotna nie tylko z punktu widzenia oceny aktywności gospodarczej samych przedsiębiorstw, ale również w kontekście perspektyw wzrostu całej gospodarki. W ostatnich miesiącach mieliśmy do czynienia z umiarkowanym wzrostem kredytów w segmencie przedsiębiorstw niefinansowych (przeciętnie 5,0% r/r w okresie styczeń 2017 r. – styczeń 2018 r.). Czynnikiem ograniczającym wzrost kredytów dla przedsiębiorstw ogółem było obserwowane umocnienie złotego, oddziałujące w kierunku spadku wartości kredytów walutowych. W tym samym okresie kredyty złote odnotowywały dynamiczny wzrost (8,6% r/r), a w grudniu 2017 r. ich dynamika osiągnęła dwucyfrowy poziom. Poniżej przedstawiamy najbardziej prawdopodobny – naszym zdaniem – scenariusz kształtowania się dynamiki kredytów w segmencie przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2018-2019.

W krótkim okresie, o przyszłych tendencjach na rynku kredytów można wnioskować na podstawie wyników badań ankietowych skierowanych do przedsiębiorstw i banków. Według ankiety NBP, skierowanej do przewodniczących komitetów kredytowych, w I kw. 2018 r. banki przewidują nieznaczne zaostrzenie polityki kredytowej dla przedsiębiorstw oraz brak istotnych zmian wielkości popytu zgłaszanego przez przedsiębiorstwa. Zaostrzenie polityki kredytowej będzie skoncentrowane w segmencie dużych firm, podczas gdy odsetek banków netto chcących zaostrzyć warunki udzielania kredytów w grupie małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) zmniejszył się w porównaniu do IV kw. 2017 r. Ankietowane banki jednocześnie zwracają uwagę, że główny wpływ na politykę kredytową banków będzie miała sytuacja poszczególnych branż lub grup klientów. Wyniki wskazują zatem na brak istotnych ograniczeń podażyowych dla wzrostu kredytów korporacyjnych.

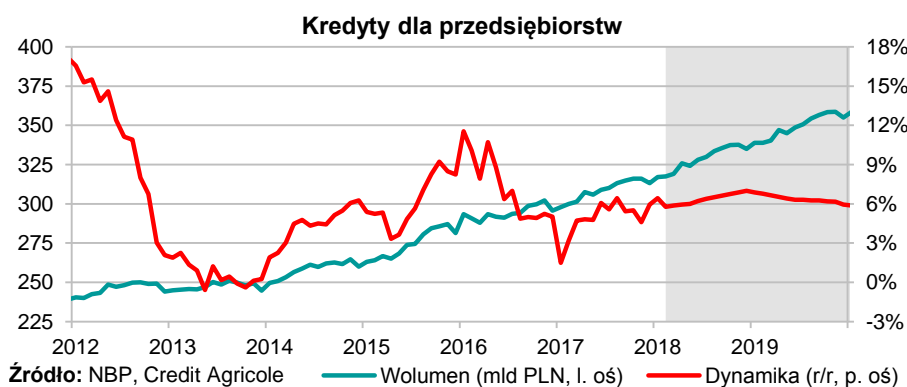
Zgodnie z wynikami „Szybkiego Monitoringu NBP” (styczeń 2018 r.) wskaźnik prognoz popytu na kredyt na I kw. 2018 r. sugeruje brak większych zmian w zapotrzebowaniu sektora przedsiębiorstw na finansowanie bankowe. Wskaźnik popytu na kredyt, po usunięciu wahań sezonowych, pozostał na stabilnym poziomie. Wyraźny przyrost odsetka przedsiębiorstw planujących ubiegać się o nowe kredyty zaobserwowano w przypadku przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 500 osób. Utrzymuje się niskie zainteresowanie małych firm finansowaniem bankowym, co wynika z wyższego odsetka firm w sektorze MSP preferujących finansowanie rozwoju w oparciu o wypracowany zysk. W sumie (dla wszystkich firm ogółem) wyniki badań koniunktury wskazują na stabilizację popytu na kredyt, a tym samym w krótkim okresie oczekujemy kontynuacji ożywienia akcji kredytowej w segmencie kredytów korporacyjnych.



Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że ze względu na wysoką koncentrację kredytów w sektorze przedsiębiorstw (wg NBP 57,7% ogólnego zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek długoterminowych skoncentrowanych jest w 100 firmach) z punktu widzenia większości przedsiębiorstw większe znaczenie w finansowaniu inwestycji mają środki własne przedsiębiorstw. Zgodnie z wynikami „Szybkiego Monitoringu NBP” nowo rozpoczęte inwestycje najczęściej są finansowane z własnych środków (50,5% inwestorów), a dwukrotnie rzadziej z wykorzystaniem kredytów bankowych. Co więcej, nasilenie się trendu finansowania inwestycji środkami własnymi potwierdzają badania GUS. Odsetek firm

wskazujących na kredyt bankowy jako źródło finansowania inwestycji systematycznie obniża się od 2009 r. W kierunku spadku znaczenia kredytu jako źródła finansowania inwestycji oddziałuje poprawiająca się sytuacja finansowa (płynnościowa) przedsiębiorstw. Innym motywem wyjaśniającym niechęć przedsiębiorstw do finansowania działalności kredytem jest tzw. zjawisko pasywności, występujące przede wszystkim w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. Jedną z najważniejszych przyczyn zachowania pasywnego jest brak historii kredytowej. Brak historii kredytowej utrudnia przedsiębiorstwu możliwość pozyskania finansowania bankowego i utrwała przekonanie przedsiębiorstwa o nieposiadaniu cech predysponujących go do bycia kredytobiorcą. Badania naukowe wykazują również wyraźną zależność między wielkością firmy a przyjmowaniem postawy pasywnej. Im większe przedsiębiorstwo, tym prawdopodobieństwo przyjmowania postawy pasywnej jest niższe. Ponadto należy zwrócić uwagę, że większy udział środków własnych (zamiast kredytu) w finansowaniu projektów inwestycyjnych oznacza większą swobodę podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz większą niezależność przedsiębiorstwa we wszystkich obszarach działalności gospodarczej. Naszym zdaniem, coraz mniejsze znaczenie kredytu jako źródła finansowania inwestycji będzie czynnikiem ograniczającym popyt przedsiębiorstw na kredyt w najbliższych kwartałach.

Drugim czynnikiem ograniczającym popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw będzie rosnąca popularność obligacji korporacyjnych jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa. Według danych Fitch Polska wielkość polskiego rynku obligacji przedsiębiorstw po 11 miesiącach 2017 r. wzrosła o 2,1% r/r i na koniec listopada ub. r. wynosiła 69 mld zł. Emisje przeprowadzone w 2017 r. (do końca listopada) wyniosły 10 mld zł, co stanowiło ponad połowę wzrostu wolumenu kredytów korporacyjnych w 2017 r. (17,6 mld zł) oraz ok. 3% wartości kredytów przedsiębiorstw niefinansowych ogółem. Powyższe relacje wskazują, że obligacje korporacyjne są ważnym źródłem finansowania działalności przez firmy.



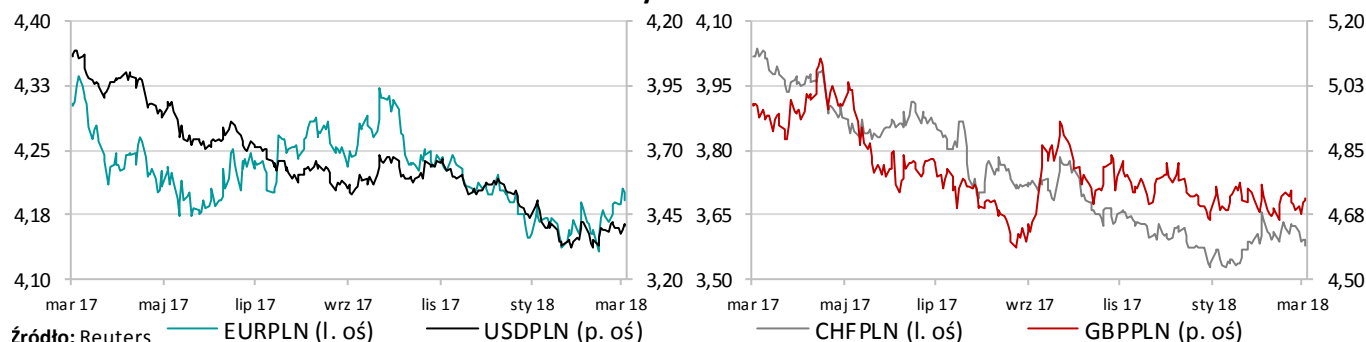
Z punktu widzenia popytu na kredyt istotna jest również sytuacja makroekonomiczna w Polsce oraz koszt pozyskiwanego finansowania. W 2018 r. oczekujemy utrzymania się relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. W warunkach utrzymującego się wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie można oczekiwać dalszego

przyspieszenia wzrostu dynamiki nakładów inwestycyjnych firm w I poł. br. Oczekujemy, że w II poł. 2018 r. dynamika inwestycji przedsiębiorstw lekko się obniży (ograniczana przez efekty wysokiej bazy ze spodziewanym przez nas wyraźnym przyspieszeniem inwestycji w IV kw. 2017 r.), jednak pozostanie na wysokim poziomie. Czynnikiem ograniczającym wzrost inwestycji przedsiębiorstw będą również rosnące trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników. Nasz scenariusz polityki pieniężnej zakłada, że w warunkach umiarkowanej presji płacowej i oczekiwanego w IV kw. br. spadku inflacji do poziomu znacząco poniżej celu inflacyjnego RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do połowy 2019 r. Uważamy, że niskie nominalne stopy procentowe będą wspierały popyt na kredyt korporacyjny do przełomu 2018/2019. Skalę ożywienia wzrostu kredytu korporacyjnego w br. będzie ograniczało oczekiwane przez nas umocnienie złotego względem euro i dolara oddziałujące w kierunku spadku wolumenu kredytów walutowych. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki prognozujemy, że dynamika kredytu korporacyjnego będzie utrzymywała się w trendzie wzrostowym do końca br. i osiągnie maksimum lokalne (7,0% r/r) w grudniu br. Następnie uważamy, że tendencja ta ulegnie odwróceniu ze względu na spowolnienie wzrostu gospodarczego i podwyżkę stóp procentowych.

W konsekwencji, tempo wzrostu kredytu będzie się stopniowo obniżało do poziomu 5,7% r/r na koniec 2019 r.

## Wypowiedzi A. Glapińskiego osłabiły złotego

Kursy walutowe



Źródło: Reuters

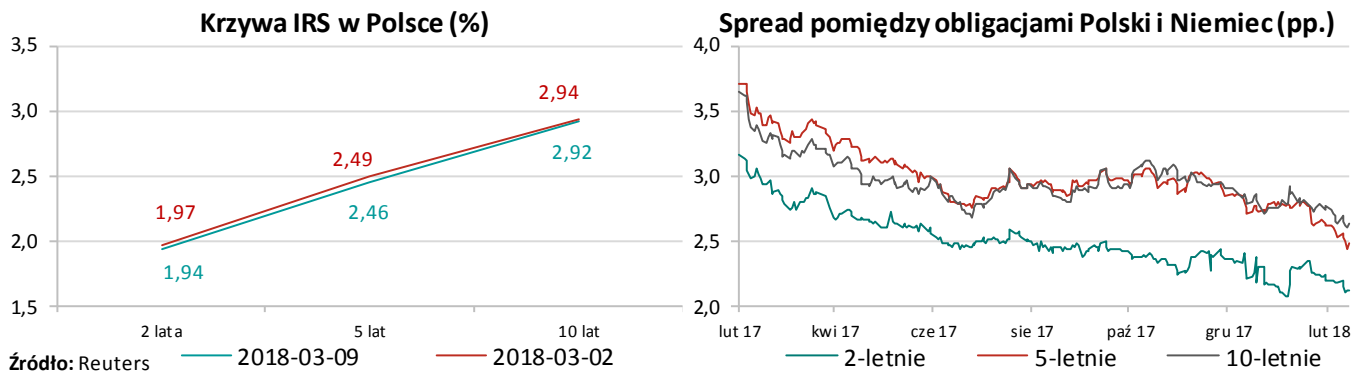
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN nie zmienił się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniósł 4,1911. W pierwszej połowie ubiegłego tygodnia kurs EURPLN był relatywnie stabilny i oscylował wokół poziomu 4,19. W środę doszło do wyraźnego osłabienia złotego (o ok. 0,6%) w reakcji na bardzo gołąbi wydzźwięk konferencji prasowej po posiedzeniu RPP. W czwartek doszło do nieznaczącej korekty. Konferencja po posiedzeniu EBC miała ograniczony wpływ na rynek. Opublikowane w piątek dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do podwyższonej zmienności kursu złotego.

W ubiegłym tygodniu złoty zyskiwał nieznacznie względem franka szwajcarskiego. Wynikało to z silniejszego wzrostu kursu EURCHF niż kursu EURPLN. Umocnienie euro względem franka szwajcarskiego wynikało z rosnących oczekiwań inwestorów na normalizację polityki monetarnej w strefie euro, które zostały dodatkowo wzmocnione przez jastrzębi wydzźwięk komunikatu po posiedzeniu EBC.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o krajowej inflacji. Uważamy, że będzie ona lekko negatywna dla kursu polskiej waluty. Pozostałe dane z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz saldo na rachunku obrotów bieżących) będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs złotego. Neutralne dla złotego będą w naszej ocenie również liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, indeksy NY Empire State i Philadelphia FED oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), a także dane z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz inwestycje w aglomeracjach miejskich).



## Dane o krajowej inflacji mogą doprowadzić do spadku stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 1,940 (spadek o 3pb), 5-letnie do poziomu 2,455 (spadek o 4pb), a 10-letnie do poziomu 2,915 (spadek o 3pb). Najważniejszym wydarzeniem dla stawek IRS była konferencja prasowa po posiedzeniu RPP. Bardzo gołąbie wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego doprowadziły do wyraźnego spadku stawek IRS na całej długości krzywej. W czwartek w kierunku wzrostu stawek IRS oddziaływał jastrzębi wydzwięk komunikatu po czwartkowym posiedzeniu EBC. W piątek wzrostowi stawek IRS sprzyjała publikacja lepszych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o inflacji. Uważamy, że może ona doprowadzić do lekkiego spadku stawek IRS. Pozostałe dane z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz saldo na rachunku obrotów bieżących) będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą w naszej ocenie również liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, indeksy NY Empire State i Philadelphia FED oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan).

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18
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*	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,17
Kurs USDPLN*	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42
Kurs CHFPLN*	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,59	3,57	3,59	3,62	3,56
Inflacja CPI (r/r, %)	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,6	1,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,2	11,0	-0,5	9,3	4,4	6,3	8,9	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	8,3	8,3
Inflacja PPI (r/r, %)	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4	0,4
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	8,0	8,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	7,3	7,3
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,6	3,6
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,4	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,9	6,9
Saldo ROB (mln EUR)	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	297	272	-1152	1885	1885	1885
Eksport (r/r, % EUR)	6,4	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,9	2,1	11,7	11,7	11,7
Import (r/r, % EUR)	10,5	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,7	10,9	15,5	15,5	15,5

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2017	2018	2019	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,1	4,0	4,9	5,1	4,7	4,3	4,2	3,9	4,6	4,3	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,9	4,8	4,9	5,2	4,2	4,1	4,3	4,8	4,4	3,6	
Inwestycje (% r/r)	-0,5	0,9	3,3	11,3	9,2	9,5	7,6	4,7	5,2	7,1	3,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	9,6	3,1	7,6	6,8	7,5	6,5	6,6	6,0	6,7	6,6	5,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,7	6,0	5,7	9,2	8,1	7,8	7,5	7,0	7,7	7,6	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,9	2,9	2,9	2,5	3,4	2,5	2,4	2,1	2,8	2,6	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,1	0,6	2,8	1,1	1,5	1,3	1,2	1,0	1,3	0,6
	Eksport netto (pp.)	0,4	-1,3	1,1	-0,8	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	0,1	-0,4	-0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	8,0	7,0	6,8	6,6	6,6	6,0	6,2	6,5	6,6	6,5	6,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,1	2,4	1,8	1,3	1,2	0,7	0,4	0,3	1,9	0,6	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	5,0	4,9	7,1	6,8	6,1	6,4	6,8	5,3	6,5	6,5	
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	1,9	2,3	1,8	1,9	2,0	1,3	2,0	1,7	1,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,97	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	
EURPLN**	4,23	4,23	4,31	4,18	4,17	4,14	4,12	4,10	4,18	4,10	4,15	
USDPLN**	3,97	3,70	3,65	3,48	3,42	3,37	3,30	3,25	3,48	3,25	3,19	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Wtorek 13.03.2018r.</b>						
13:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Luty	0,5	0,1	0,2
13:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Luty	0,3	0,2	0,2
<b>Środa 14.03.2018r.</b>						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	9,4	10,0	9,8
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	6,2	6,2	6,1
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Luty	7,2	6,2	7,0
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	IV kw.	1,7		
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	0,4		-0,4
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	-0,3	0,3	0,3
15:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Styczeń	0,4		0,6
<b>Czwartek 15.03.2018r.</b>						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	I kw.	-0,75		
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Luty</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>
13:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	13,1	14,1	15,0
13:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Marzec	25,8	26,8	23,3
<b>Piątek 16.03.2018r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Luty</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Luty</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	IV kw.	1,6		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Luty	1,2	1,2	1,2
13:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Luty	1326	1285	1288
13:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Luty	1377	1345	1320
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Luty</b>		<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>-1152</b>	<b>1885</b>	<b>1687</b>
14:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	-0,1	0,7	0,3
14:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Luty	77,5	77,9	77,7
15:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	99,7	98,0	99,5

\* 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](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

### Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

### Jakub OLIPRA

Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto: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](mailto: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.