W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej**. Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Uważamy, że prezes NBP A. Glapiński powtórzy swoją opinię, zgodnie z którą w latach 2019-2020 stopy procentowe NBP nie zmienią się. Interesująca będzie kwestia, czy prezes NBP podtrzyma swój wyrażony przed miesiącem pogląd, że stopy NBP mogą pozostać stabilne do końca kadencji RPP, który przypada na początek 2022 r. W czasie konferencji najprawdopodobniej poruszony zostanie również temat silniejszego od oczekiwań spowolnienia wzrostu konsumpcji i inwestycji w IV kw. ub. r. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu Rady oraz wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA.** W poniedziałek poznamy dane nt. zamówień w przemyśle, które naszym zdaniem wzrosły w listopadzie o 0,2% m/m wobec spadku o 2,1% w październiku, ze względu na wyższe zamówienia na samoloty w firmie Boeing. We wtorek opublikowany zostanie indeks ISM poza przetwórstwem. Oczekujemy, że zmniejszył się on do 57,2 pkt. w styczniu wobec 58,0 pkt. w grudniu, co będzie spójne z wynikami regionalnych badań koniunktury w usługach. W tym tygodniu mogą zostać opublikowane opóźnione – z uwagi na *government shutdown* – dane dotyczące amerykańskiej gospodarki (por. MAKROmapy z 21 i 28.01.2019). Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy również dane z Niemiec.** Rynek oczekuje, że zamówienia w przemyśle wzrosły o 0,3% m/m w grudniu wobec spadku o 1,0% w listopadzie. Zgodnie z konsensusem miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 0,7% w grudniu z -1,9% w listopadzie. Poprawa obu wskaźników będzie wynikała głównie z oddziaływania efektów niskiej bazy sprzed miesiąca. Ponadto rynek oczekuje, że nadwyżka w bilansie handlu zagranicznego zmniejszy się do 18,4 mld EUR w grudniu z 19,0 mld EUR w listopadzie przy jedoczesnym przyspieszeniu wzrostu eksportu i importu.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED utrzymał na nim docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych na poziomie [2,25%; 2,50%]. Wbrew oczekiwaniom rynkowym FED usunął z komunikatu fragment mówiący o zamiarze dalszego stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej. Obecnie FED uważa, że w świetle bieżącej sytuacji w światowej gospodarce i na rynkach finansowych, a także ograniczonej presji inflacyjnej Rezerwa Federalna może pozwolić sobie na „cierpliwość" podejmując decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych, a ich poziom uzależniać będzie od kształtowania się powyższych czynników makroekonomicznych. Niespodziewana zmiana wydźwięku komunikatu na bardziej gołębi doprowadziła do osłabienia dolara względem euro. Zmiana retoryki FED stanowi ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą Rezerwa Federalna dokona w tym roku dwóch podwyżek stóp procentowych po 25 pb (w II i IV kw. br.). Rynek wycenia obecnie niepełną obniżkę stóp procentowych w 2019 r.
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w styczniu o 304 tys. wobec wzrostu o 222 tys. w grudniu (rewizja w dół z 312 tys.), co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 165 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w turystyce i rekreacji (+74,0 tys.) oświacie i służbie zdrowia (+55,0 tys.) oraz w budownictwie (+52,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce natomiast w usługach informacyjnych (-4,0 tys.) i w dostarczaniu mediów (-0,5 tys.). Stopa bezrobocia wzrosła w styczniu do 4,0% wobec 3,9% w grudniu pozostając jednak nadal wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie

naturalne (4,4%, por. MAKROmapa z 07.01.2019). Wynikało to ze spadku liczby osób zatrudnionych przy jednoczesnym wzroście liczby osób bezrobotnych, co było efektem *government shutdown*. Należy przy tym zauważyć, że stopa bezrobocia w USA szacowana jest na podstawie wyników drugiej ankiety, przeprowadzanej wśród gospodarstw domowych, a nie przedsiębiorstw, tak jak jest to w przypadku szacunków zatrudnienia poza rolnictwem. Ze względu na zasady metodologiczne badania, efekt *government shutdown* widoczny jest jedynie w przypadku tej drugiej ankiety. Stąd wzrost stopy bezrobocia ma charakter przejściowy, o ile w lutym funkcjonowanie rządu federalnego nie zostanie ponownie zawieszone. Współczynnik aktywności zawodowej zwiększył się w styczniu do 63,2% wobec 63,1% w grudniu. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego obniżyła się w styczniu do 3,2% wobec 3,3% w grudniu. Dobre dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do przejściowego umocnienia dolara względem euro. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 56,6 pkt. wobec 54,3 pkt. w grudniu. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zapasów). W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks Conference Board, który zmniejszył się w styczniu do 120,2 pkt. wobec 126,6 pkt., co wynikało przede wszystkim z silnego spadku składowej dla oczekiwań. Na pogorszenie koniunktury konsumenckiej wskazał również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w styczniu do 91,2 pkt. wobec 98,3 pkt. w grudniu i 90,7 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. 2019 r. zmniejszy się do 1,4% wobec 2,7% w IV kw. 2018 r. Czynnikiem ryzyka w dół dla takiego scenariusza jest ewentualny brak porozumienia pomiędzy D. Trumpem i Kongresem w sprawie finansowania muru na granicy USA z Meksykiem, które może skutkować ponownym zawieszeniem funkcjonowania rządu federalnego od 15 lutego.

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem PKB w Polsce zwiększył się w 2018 r. o 5,1% wobec wzrostu 4,8% w 2017 r., co było nieznacznie powyżej naszej prognozy (5,0%), zgodnej z oczekiwaniami rynkowymi.** W kierunku zwiększenia dynamiki PKB oddziaływały wyższe wkłady inwestycji (1,3 pp. w 2018 r. wobec 0,7 pp. w 2017 r.) oraz spożycia publicznego (0,7 pp. wobec 0,6 pp.). Przeciwny efekt miały niższe wkłady spożycia prywatnego (2,6 pp. wobec 2,9 pp.) oraz eksportu netto (0,0 pp. wobec 0,1 pp.). Wkład zapasów nie zmienił się i wyniósł 0,5 pp. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w 2018 r. pozostało spożycie prywatne (por. MAKROpuls z 31.01.2019). Na podstawie opublikowanych przez GUS danych oszacowaliśmy, że w IV kw. ub. r. realne tempo wzrostu PKB ukształtowało się na poziomie 4,9% r/r wobec 5,1% w III kw. Szacujemy, że w kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływały niższe wkłady zapasów (-0,6 pp. w IV kw. wobec 1,0 pp. w III kw.) oraz spożycia prywatnego (2,0 pp. wobec 2,7 pp.). Przeciwny wpływ miały wyższe wkłady eksportu netto (0,8 pp. wobec -0,9 pp.), spożycia publicznego (1,0 pp. wobec 0,6 pp.), podczas gdy wkład inwestycji nie zmienił się i wyniósł 1,7 pp. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w IV kw., podobnie jak w III kw., było spożycie prywatne. Odnotowane w IV kw. wyraźne spowolnienie wzrostu konsumpcji i inwestycji stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w 2019 r. obniży się do 3,3% wobec 5,1% w 2018 r.
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 48,2 pkt. wobec 47,6 pkt. w grudniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (47,8 pkt.) oraz naszej prognozy (48,0 pkt.).** Tym samym już trzeci miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu PMI wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia oraz zapasów). Przeciwny efekt miały niższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji i czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla zapasów wyrobów gotowych, która ukształtowała się na najwyższym poziomie od lutego 1999 r. Sygnalizuje to, że skala osłabienia popytu zaskoczyła przetwórców (por. MAKROpuls z 01.02.2019). Styczniowe dane o koniunkturze w polskim

przetwórstwie oraz wśród głównych partnerów handlowych Polski (por. MAKROmapa z 28.01.2019) wskazują na wysokie prawdopodobieństwo głębszego niż oczekiwaliśmy spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2019 r. Stanowi to ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w I kw. (3,7% r/r wobec 4,9% w IV kw.).

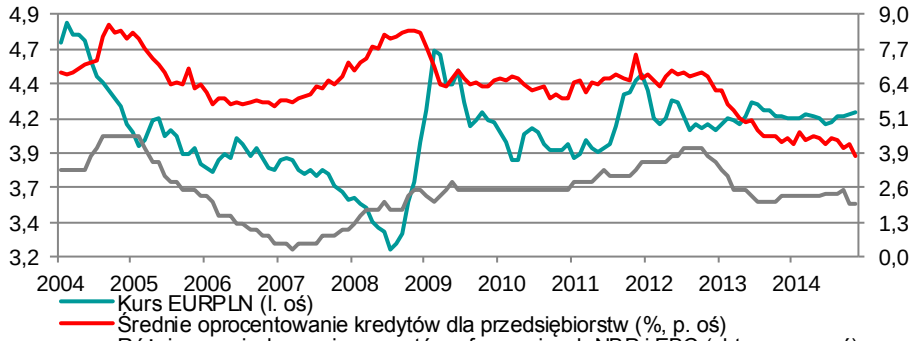
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro w IV kw. nie zmieniła się w porównaniu do III kw. i wyniosła 0,2% (1,2% r/r w IV kw. wobec 1,6% w III kw.), co było zgodne z oczekiwaniami rynku i poniżej naszej prognozy (0,3%).** W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wstępne szacunki PKB w kilku gospodarkach strefy euro, m.in. we Francji (0,3% kw/kw w III i IV kw.), Hiszpanii (0,7% w IV kw. wobec 0,6% w III kw.) oraz we Włoszech (-0,2% w IV kw. wobec -0,1% w III kw.), gdzie odnotowano techniczną recesję (dwa kwartały z rzędu spadku PKB). Opublikowane dane o PKB są wstępnym szacunkiem i nie uwzględniają jego struktury. Kolejny szacunek PKB w strefie euro w IV kw., uwzględniający tempo wzrostu we wszystkich krajach obszaru wspólnej waluty, zostanie opublikowany 14 lutego, a dane nt. struktury PKB poznamy 7 marca.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zmniejszyła się w styczniu do 1,4% r/r wobec 1,6% w grudniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i powyżej naszej prognozy (1,3%).** Spadek inflacji wynikał przede wszystkim z obniżenia dynamiki cen nośników energii, podczas gdy przeciwny efekt miało wyższe tempo wzrostu cen usług. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach roczne tempo wzrostu cen w obszarze wspólnej waluty będzie utrzymywać się w trendzie spadkowym i w IV kw. 2019 r. wyniesie 0,9% r/r. Ponadto prognozujemy, że inflacja bazowa w strefie euro nie przekroczy 1,4% w horyzoncie najbliższych dwóch lat. Stanowi to ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp procentowych EBC (stopy depozytowej) nastąpi we wrześniu 2019 r., a główna stopa procentowa zostanie podniesiona w grudniu 2019 r. Rynek wycenia obecnie podwyżkę stóp procentowych w strefie euro (o 10pb) w II kw. 2020 r.
- **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w styczniu do 48,3 pkt. wobec 49,7 pkt. w grudniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (49,5 pkt.).** Tym samym ukształtował się on na najniższym poziomie od lutego 2016 r. i od dwóch miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zmniejszenie indeksu Caixin PMI wynikało z niższych wkładów składowych dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zapasów. Przeciwny efekt miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. Podobnie jak w danych za grudzień na szczególną uwagę zasługuje spadek składowej dla nowych zamówień ogółem przy jednoczesnym wzroście składowej dla nowych zamówień eksportowych (por. MAKROmapa z 07.01.2019). Wskazuje to, że czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia składowej dla nowych zamówień ogółem było osłabienie popytu wewnętrznego. Nieznaczny wzrost odnotował natomiast indeks CFLP PMI, który zwiększył się w styczniu do 49,5 pkt. wobec 49,4 pkt. w grudniu. Istotnym czynnikiem niepewności dla perspektyw chińskiego przetwórstwa pozostaje zbliżający się koniec 90-dniowego zawieszenia wojny handlowej na linii USA-Chiny przypadający na 1 marca. Trwające obecnie negocjacje pomiędzy USA a Chinami jak dotąd nie przyniosły znaczących postępów, co wskazuje na wysokie ryzyko dalszej eskalacji wojny handlowej w kolejnych miesiącach. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w I poł. br. dojdzie do dalszego spowolnienia chińskiego wzrostu PKB, który w II kw. br. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 6,1% r/r. W II poł. br. oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego i w konsekwencji w całym 2019 r. dynamika PKB w Chinach wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r. Uważamy jednak, że w celu utrzymania łagodnego tempa spadku chińskiego PKB w kolejnych kwartałach uruchomione zostaną kolejne narzędzia stymulacyjne. W konsekwencji oczekujemy, że w II kw. i III kw. br. Ludowy Bank Chin dokona kolejnych obniżek stopy rezerw obowiązkowych w łącznej skali 100 pb.

Osłabienie kursu złotego nie pobudzi wzrostu gospodarczego

W ubiegłym tygodniu przestawiliśmy raport, w którym stwierdziliśmy, że NBP nie byłby w stanie znacząco pobudzić wzrostu gospodarczego w Polsce wyłączne za pomocą programu nisko oprocentowanych kredytów. Oznacza to, że bank centralny musiałby się zdecydować na jednoczesne uruchomienie innych niekonwencjonalnych narzędzi w polityce pieniężnej. Potrzeba zastosowania takich narzędzi jest tym większa im słabszy będzie wpływ polityki pieniężnej na aktywność gospodarczą realizowanej z wykorzystaniem tradycyjnych kanałów (kurs walutowy i stopa procentowa). Poniżej analizujemy jaki wpływ na warunki gospodarcze w Polsce miałoby wygenerowane przez NBP osłabienie kursu złotego.

Często spotykanym poglądem jest stwierdzenie, że spowolnienie PKB w Polsce w pierwszej fazie kryzysu (w latach 2008-2009) byłoby istotnie większe, gdyby Polska nie dysponowała niezależną polityką stopy procentowej i systemem płynnego kursu walutowego jako narzędziami pozwalającymi ograniczać wpływ negatywnych wstrząsów zewnętrznych na krajową aktywność gospodarczą. RPP dokonała wówczas znaczącego obniżenia nominalnych stóp procentowych, co oddziaływało w kierunku ich spadku w ujęciu realnym, obniżenia kosztu kapitału, zwiększenia popytu krajowego oraz osłabienia kursu złotego.

W kontekście osłabienia kursu polskiej waluty, ważniejszy od obniżek stóp procentowych był jednak odnotowany wówczas silny wzrost globalnej awersji do ryzyka, znajdujący odzwierciedlenie w gwałtownym odpływie kapitału portfelowego z rynków obligacji i akcji w krajach należących do rynków wschodzących (w tym Polski). Przyczyniło się to do poprawy konkurencyjności cenowej polskiego eksportu, pozwalając na częściową absorpcję negatywnego wstrząsu w postaci spadku popytu zagranicznego. Innymi słowy, w początkowej fazie kryzysu złoty osłabiał się głównie dlatego, że inwestorzy wyprzedawali ryzykowne aktywa, a nie z powodu obniżek krajowych stóp procentowych przez RPP.



Źródło: Reuters, NBP, Credit Agricole

W drugiej fazie kryzysu, która przypadła na lata 2012-2013, struktura impulsu monetarnego (kanał kursowy versus kanał stopy procentowej) była odmienna od tej, którą obserwowano w latach 2008-2009. Odmienność tę dobrze ilustruje przykład Polski, gdzie dysparytet stóp procentowych (różnica pomiędzy poziomem stóp procentowych w strefie euro i Polsce) uległ znacznie silniejszemu obniżeniu, co wynikało głównie z niemożności zrealizowania dalszych obniżek stóp w strefie euro, w której osiągnęły one poziom zbliżony do zera. Z kolei kurs złotego osłabił się znacznie mniej niż w pierwszej fazie kryzysu, co wynikało z utrzymującego się w tym okresie wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. Głównym źródłem tego popytu był realizowany przez część banków centralnych, w tym w szczególności przez Rezerwę Federalną USA, program ilościowego rozluźnienia w polityce pieniężnej, polegający na skupie aktywów utrzymywanym na stałym miesięcznym poziomie. Ponadto, stosowana przez Rezerwę Federalną zapowiedź utrzymywania stopy funduszy federalnych na poziomie zbliżonym do zera „przez dłuższy czas" (tzw. *forward guidance*) sprzyjała utrzymywaniu się niskich rentowności długoterminowych obligacji, zwiększając tym samym popyt na wyżej oprocentowany dług krajów należących do grupy rynków wschodzących. W efekcie, mimo silnego obniżenia stopy referencyjnej NBP kurs złotego nie uległ istotnemu osłabieniu.

Uważamy, że w przypadku materializacji scenariusza silnego i trwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce (do ok. 2% r/r), kurs złotego zachowa się podobnie jak w drugiej fazie kryzysu i skala jego osłabienia będzie niewielka, nawet w warunkach znaczącego obniżenia stóp procentowych przez RPP. Zgodnie z badaniami NBP znaczenie dysparytetu stóp procentowych w wyjaśnianiu zmian kursu walutowego jest w Polsce stosunkowo niewielkie. Większe znaczenie dla kształtowania się kursu złotego mają zmiany awersji do ryzyka. Naszym zdaniem potencjał do osłabienia złotego ze względu na wzrost premii za ryzyko jest również ograniczony (w porównaniu skali deprecjacji obserwowanej w latach 2008-2009). Naszą ocenę wpiera ewolucja głównych wskaźników makroekonomicznych dotyczących Polski, która miała miejsce od wybuchu kryzysu finansowego. Nierównowagi w polskiej gospodarce zostały od tego czasu znacząco zmniejszone – deficyt w bilansie obrotów zagranicznych został wyraźnie ograniczony, a deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB uległ zmniejszeniu. Szacujemy, że w 2018 r. deficyt finansów publicznych obniżył się do ok. 1% PKB, a tym samym był najniższy w historii. Ponadto, Polska jest coraz częściej traktowana przez inwestorów jako rynek rozwinięty, a nie wschodzący. Przykładowo, we wrześniu 2018 r. Polska została w taki sposób sklasyfikowana przez agencję FTSE Russell. Zmiana sposobu postrzegania polskich aktywów przez inwestorów oznacza, że wzrost awersji do ryzyka na światowych rynkach będzie oddziaływał w kierunku tylko ograniczonej deprecjacji polskiej waluty.

Ponadto, w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w czerwcu br. EBC uruchomi program LTRO (Long-term refinancing operations). Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC będzie oddziaływało w kierunku wzrostu płynności w sektorze bankowym obszaru wspólnej waluty i zwiększenia popytu na ryzykowne aktywa (w tym polskich obligacji). Takie uwarunkowania będą ograniczały potencjał złotego do osłabienia w warunkach spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego.

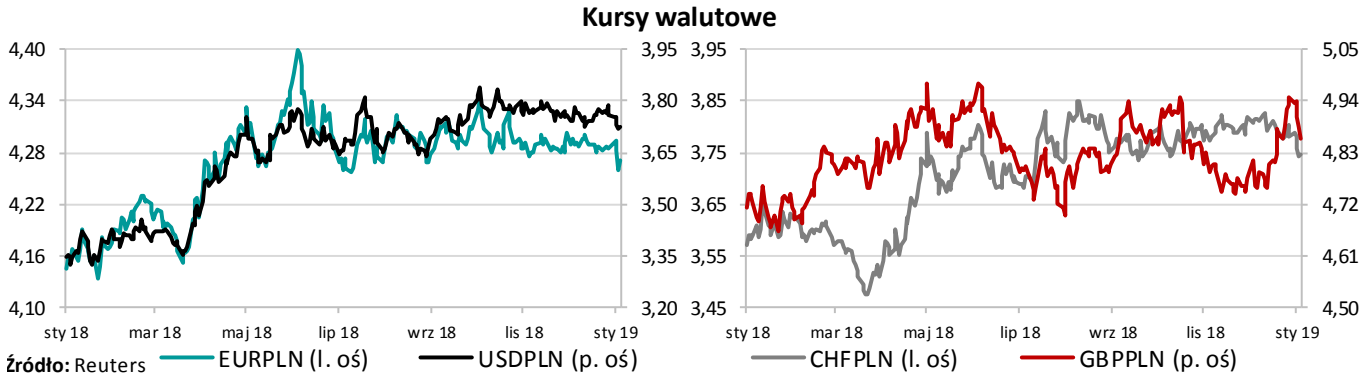
Kolejnym argumentem na rzecz oczekiwanej przez nas ograniczonej skali deprecjacji złotego jest obawa o stabilność systemu finansowego. Znaczące osłabienie złotego względem euro i jeszcze silniejsza (ze względu na wzrost awersji do ryzyka) deprecjacja polskiej waluty względem franka szwajcarskiego oddziaływałyby w kierunku zwiększenia kosztów obsługi walutowych kredytów hipotecznych przez gospodarstwa domowe, co mogłoby się przyczynić do wzrostu odsetka kredytów niespłacanych.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki zakładamy, że w warunkach znaczącego i trwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego kurs złotego osłabi się maksymalnie o 5% ze względu na łączny wpływ obniżek stóp procentowych przez RPP i wzrostu awersji do ryzyka.

Zgodnie z badaniami w literaturze rola kursu walutowego w kształtowaniu wolumenów eksportu i importu oraz PKB jest – na tle innych czynników je determinujących – niewielka. Większe znaczenie dla kształtowania się eksportu i importu mają skala konkurencji monopolistycznej, urozmaicenie oferty eksportowej, jakość produktów, zróżnicowanie produktywności firm czy stopień fragmentacji produkcji w ramach globalnych łańcuchów wartości dodanej. Zgodnie z szacunkami NBP (spójnymi z wynikami badań MFW) maksymalny wzrost rocznej dynamiki PKB wskutek deprecjacji złotego o 1% nie przekracza 0,1 pkt. proc. Wpływ kursu walutowego na ceny konsumpcyjne ulegał zmniejszeniu w ostatnich latach, co było związane ze zmianami w procesie produkcji związanymi z internacjonalizacją produkcji. NBP szacuje, że osłabienie kursu złotego o 1% powoduje wzrost inflacji CPI o 0,07 pkt. proc.

W świetle powyższych badań zakładane przez nas osłabienie złotego (o 5%) w umiarkowanym stopniu przyczyniłoby się do ożywienia wzrostu gospodarczego (o ok. 0,4 pkt. proc.) i inflacji (o 0,35 pkt. proc.). W rezultacie oczekujemy, że NBP chcąc pobudzić wzrost gospodarczy i inflację w większej skali będzie musiał skorzystać z dodatkowych niekonwencjonalnych narzędzi w polityce pieniężnej. Analizę możliwości zastosowania kolejnych instrumentów z arsenału NBP przedstawimy w następnej MAKROmapie.

Dane z USA neutralne dla złotego



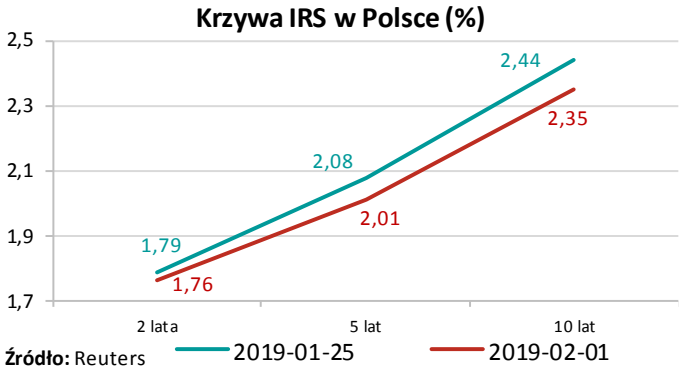
Źródło: Reuters

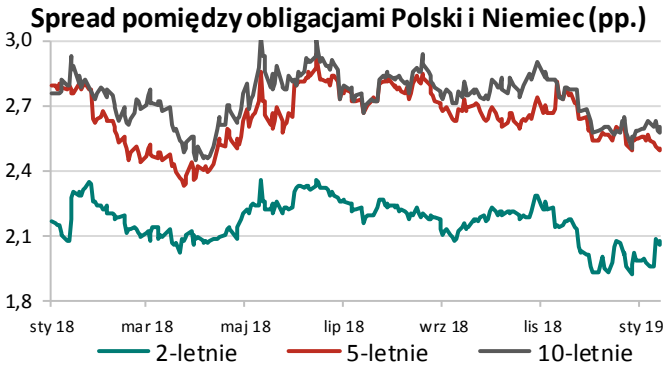
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2712 (umocnienie złotego o 0,3%). Od poniedziałku do środy kurs EURPLN był stabilny i kształtował się w przedziale 4,28-4,30. W czwartek doszło do umocnienia złotego w reakcji na zmianę nastawienia FED na bardziej gołębie (patrz powyżej). W piątek miała miejsce korekta wspierana m.in. przez publikację lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

W ubiegłym tygodniu doszło również do osłabienia funta brytyjskiego względem euro. Wielka Brytania chce bowiem renegocjować umowę w sprawie *Brexitu*, podczas gdy UE wyklucza dalsze rozmowy w tej sprawie, co zwiększa prawdopodobieństwo niekontrolowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (tzw. *hard Brexit*). Na uwagę zasługuje również ubiegłotygodniowe osłabienie dolara względem euro, do którego doszło w reakcji na gołębi wydźwięk komunikatu po środowym posiedzeniu FED. W efekcie w ubiegłym tygodniu złoty umocnił się względem dolara o 0,9%, a względem funta o 1,9%.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane z USA (nowe zamówienia w przemyśle oraz indeks ISM poza przetwórstwem), w tym także ewentualne publikacje danych, które nie ukazały się w terminie ze względu na *government shutdown*. Uważamy jednak, że będą miały one ograniczony wpływ na kurs złotego. Neutralne dla kursu polskiej waluty będzie także zaplanowane na środę posiedzenie RPP.

Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,76 (spadek o 3pb), 5-letnie do 2,01 (spadek o 7pb), a 10-letnie do 2,35 (spadek o 9pb). Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia ze spadkiem stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim. Obniżeniu rentowności niemieckich obligacji sprzyjały obawy inwestorów o perspektywy światowej gospodarki, a także zmiana retoryki FED na bardziej gołębią. W piątek doszło do częściowej korekty związanej z publikacją lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w polskim przetwórstwie oraz danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowane na środę posiedzenie RPP. Uważamy jednak, że nie będzie miało ono znaczącego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą także zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (nowe zamówienia w przemyśle oraz indeks ISM poza przetwórstwem), w tym ewentualne publikacje danych, które nie ukazały się w terminie ze względu na *government shutdown*.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lut 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*	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	**4,28**
Kurs USDPLN*	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	**3,73**
Kurs CHFPLN*	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	**3,71**
Inflacja CPI (r/r, %)	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	**1,2**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	**0,6**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	8,6	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,7	**3,7**	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,2	**2,7**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	**5,3**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	**6,5**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	**1,8**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,8	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	**6,1**	
Saldo ROB (mln EUR)	2289	-792	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-221	**-929**		
Eksport (r/r, %, EUR)	15,5	6,6	-4,4	9,9	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,1	**4,2**		
Import (r/r, %, EUR)	19,0	9,5	0,3	13,6	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	9,9	**3,4**		

* 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	4,9	3,7	3,6	3,2	2,9	5,1	3,3	3,2
Konsumpcja (%, r/r)		4,7	4,9	4,5	3,9	4,2	3,5	3,4	3,3	4,5	3,6	3,0
Inwestycje (%, r/r)		8,2	4,7	9,9	6,8	8,1	6,7	4,4	3,6	7,3	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	5,0	4,9	4,5
Import (ceny stałe, %, r/r)		5,5	6,5	6,9	3,0	5,7	5,6	6,3	5,8	5,4	5,9	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,8	2,7	2,0	2,7	2,0	2,0	1,6	2,6	2,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,8	1,7	1,7	1,0	1,1	0,8	0,9	1,3	1,0	0,8
	Eksport netto (pp.)	-1,0	0,9	-0,9	0,8	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	0,0	-0,3	-0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,2	0,0	-0,5	-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 04.02.2019r.				
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Luty	-1,5		-0,6
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	4,0		3,2
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	-2,1	0,2	0,2
		Wtorek 05.02.2019r.				
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Styczeń	50,8	50,8	50,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Styczeń	50,7	50,7	50,7
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,6		-1,6
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Styczeń	57,6	57,2	57,0
		Środa 06.02.2019r.				
	Polska	**Decyzja o stopach procentowych NBP (%)**	**Luty**	**1,50**	**1,50**	**1,50**
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	-1,0		0,3
		Czwartek 07.02.2019r.				
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-1,9		0,7
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Luty	0,75	0,75	0,75
		Piątek 08.02.2019r.				
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	19,0		18,4

* 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.