W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych lutowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w lutym do 50,6 pkt. wobec 51,0 pkt. w styczniu. Uważamy, że na spadek wskaźnika złożyły się pogorszenie koniunktury w Niemczech i jej poprawa we Francji. 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 i perspektyw światowego handlu. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że jego wartość nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła -15,0 pkt. W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszyła się do 98,8 pkt. w lutym z 99,1 pkt. w styczniu. Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich materializacja będzie lekko negatywna dla kursu euro, złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Uważamy, że treść dokumentu będzie odzwierciedlała gołębi ton komunikatu i konferencji po ostatnim posiedzeniu FOMC. Prezes FED stwierdził wówczas, że Rezerwa Federalna może pozwolić sobie na „cierpliwość" podejmując decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych, a ich poziom uzależniać będzie od kształtowania się warunków makroekonomicznych. Uważamy, że treść *Minutes* potwierdzi 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.). Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Opublikowane zostaną m.in. wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które naszym zdaniem zwiększyły w grudniu o 3,5% m/m wobec wzrostu o 0,7% w listopadzie, z uwagi na wyższe zamówienia na samoloty w firmie Boeing. W tym tygodniu poznamy także dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,02 mln w styczniu wobec 4,99 mln w grudniu), które wskażą na lekki wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości po jej wyraźnym spadku w grudniu. Opublikowane zostaną również wyniki badań koniunktury w USA. Naszym zdaniem indeks Philadelphia FED wzrósł do 16,0 pkt. w lutym z 17,0 pkt. w styczniu. Publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **We wtorek poznamy styczniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** GUS przeprowadzi coroczną rewizję liczby pracowników zatrudnionych w mikroprzedsiębiorstwach (firmy zatrudniające poniżej 10 osób), co zaowocuje znaczącym miesięcznym zwiększeniem liczby osób zatrudnionych w firmach zatrudniających co najmniej 10 osób. Skala rewizji będzie jednak najprawdopodobniej mniejsza niż w 2018 r. W efekcie prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła do 1,8% r/r z 2,8% w grudniu ub. r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w styczniu do 6,5% r/r wobec 6,1% w grudniu, co było efektem m.in. większej niż w 2018 r. podwyżki płacy minimalnej. 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 środę poznamy dane o styczniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 3,7% r/r wobec 2,8% w grudniu. W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Wsparcie dla

naszej prognozy stanowi opublikowany na początku miesiąca zgodny z naszymi oczekiwaniami indeks PMI dla polskiego przetwórstwa. W naszej ocenie styczniowe dane dotyczące produkcji w przetwórstwie przemysłowym potwierdzą obserwowane w ostatnich miesiącach pogorszenie koniunktury w tym sektorze związane ze spowolnieniem w światowym handlu. Uważamy, że materializacja naszej prognozy nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

- **W czwartek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w styczniu do 5,3% r/r wobec 4,7% w grudniu.** Na jej nieznaczny wzrost złożyły się efekty wysokiej bazy sprzed roku, wyższa dynamika sprzedaży żywności oraz korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Uważamy, że materializacja naszej niższej od konsensusu (6,1%) prognozy będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem polski PKB zmniejszył się w IV kw. do 2018 r. 4,9% r/r wobec 5,1% w III kw.** Na podstawie opublikowanych wcześniej danych o PKB za cały 2018 r. (por. MAKROpuls z 31.01.2019) 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. Implikowane 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.
- **Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w styczniu do 0,9% r/r wobec 1,1% w grudniu ub. r.** Dane o styczniowej inflacji są niepełne i mają charakter wstępny ze względu na coroczną rewizję wag w koszyku inflacji, co ogranicza możliwości wnioskowania na podstawie danych. Pełne dane o wzroście cen w poszczególnych kategoriach w styczniu i lutym br., w tym zrewidowany wskaźnik inflacji w styczniu, zostaną opublikowane w marcu. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen paliw oraz innych nośników energii (por. MAKROpuls z 15.02.2019). Szacujemy, że przeciwny efekt miała wyższa inflacja bazowa. W najbliższych miesiącach oczekujemy dalszego 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.
- **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększył się w grudniu do 1400 mln EUR wobec 240 mln EUR w listopadzie.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższego salda obrotów towarowych, dochodów wtórnych i usług (odpowiednio o 1160 mln EUR 205 mln EUR i 87 mln EUR niższe niż w listopadzie). Przeciwny wpływ miało wyższe saldo dochodów pierwotnych (o 250 mln EUR wyższe niż w listopadzie). Dynamika eksportu zmniejszyła się w grudniu do 2,3% r/r wobec 7,2% w listopadzie, a dynamika importu spadła do 3,0% wobec 10,0%, co było związane z wyraźnym spowolnieniem w przetwórstwie. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB w IV kw. 2018 r. zmniejszyło się do -0,7% wobec -0,5% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro w IV kw. 2018 r. 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.). Przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego odnotowano m.in. w Niemczech (0,0% w IV kw. wobec -0,2% w III kw.), Hiszpanii (0,7% wobec 0,6%) oraz w Holandii (0,5% wobec 0,1%). Dynamika PKB obniżyła się natomiast we Włoszech (-0,2% wobec -0,1%), gdzie odnotowano

techniczną recesję. We Francji tempo wzrostu gospodarczego nie zmieniło się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniosło 0,3%. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2019 r. tempo wzrostu PKB w strefie euro obniży się do 1,6% wobec 1,9% w 2018 r.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Inflacja CPI nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 0,0% m/m (1,6% r/r w styczniu wobec 1,9% w grudniu). Nie zmieniła się także inflacja bazowa, która zarówno w styczniu jak i w grudniu ukształtowała się na poziomie 0,2% m/m (2,2% r/r w styczniu i w grudniu). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także zaległe dane o sprzedaży detalicznej, której nominalna dynamika obniżyła się w grudniu do -1,8% m/m wobec 0,0% w listopadzie, kształtując się na najniższym poziomie od września 2009 r. Bez uwzględnienia samochodów sprzedaż detaliczna spadła o 1,4% m/m wobec wzrostu o 0,5%, co było efektem jej niższej dynamiki w większości kategorii. Dane o sprzedaży detalicznej nie są w pełni spójne z danymi nt. sprzedaży detalicznej z innych źródeł. Stąd dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo, że zostaną one zrewidowane w górę wraz z publikacją danych za styczeń. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. produkcji przemysłowej, której dynamika obniżyła się w styczniu do -0,6% m/m wobec 0,1% w grudniu. Jej spadek wynikał z obniżenia dynamiki produkcji we wszystkich kategoriach: przetwórstwie, budownictwie i dostarczaniu mediów. Zmniejszyło się także wykorzystanie mocy wytwórczych, które w styczniu wyniosło 78,2% wobec 78,8% w grudniu. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury. Na nieznaczną poprawę sytuacji w przetwórstwie w stanie Nowy Jork wskazał indeks NY Empire State, który zwiększył się w lutym do 8,8 pkt. wobec 3,9 pkt. w styczniu. Lepsze nastroje konsumenckie zasygnalizował natomiast wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który wzrósł w lutym do 95,5 pkt. wobec 91,2 pkt. w styczniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia 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 2,2% w IV kw. 2018 r.
- **Saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w styczniu do 39,2 mld USD wobec 57,1 mld USD w grudniu, co było powyżej oczekiwań rynku (33,5 mld USD).** Znacząco wyższe od prognoz okazały się dane nt. dynamiki chińskiego eksportu (9,1% r/r w styczniu wobec -4,4% w grudniu przy oczekiwaniach równych -3,2%) oraz dynamiki importu 2,8% r/r w styczniu wobec 3,8% w grudniu przy oczekiwaniach równych -10,0%). W naszej ocenie silny wzrost dynamiki importu i eksportu jest przejściowy i w znacznym stopniu wynika z efektu statystycznego związanego z wcześniejszym niż w 2018 r. terminem święta Chińskiego Nowego Roku, co zwiększało aktywność w handlu zagranicznym w styczniu. 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. Pojawiają się jednak sygnały, że USA są gotowe wydłużyć zawieszenie wojny handlowej o kolejne dwa miesiące, co w naszej ocenie zwiększa prawdopodobieństwo osiągnięcia porozumienia pomiędzy tymi krajami i deeskalacji wojny handlowej, które obecnie oceniamy na 2/3. 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.

Jakie będą efekty programu skupu aktywów realizowanego przez NBP?

W ostatnich dwóch MAKROmapach przeanalizowaliśmy jaki będzie wpływ złagodzenia polityki pieniężnej przez RPP realizowanego w konwencjonalny sposób (poprzez obniżki stopy referencyjnej) na warunki makroekonomiczne w Polsce. Wskazaliśmy, że wpływ ten będzie umiarkowanie pozytywny. Wobec tego, w warunkach wyraźnego pogorszenia koniunktury w Polsce, w celu znaczącego pobudzenia wzrostu gospodarczego i inflacji konieczne będzie zastosowanie niekonwencjonalnych instrumentów, np. programu luzowania ilościowego (*Quantitative Easing*, QE). Poniżej przedstawiamy w jaki sposób takie programy były realizowane w innych krajach oraz jakie są kanały ich oddziaływania na warunki makroekonomiczne.

W odpowiedzi na globalny kryzys finansowy, banki centralne krajów rozwiniętych obniżyły znacząco stopy procentowe, aż osiągnęły one efektywną dolną granicę dla ich nominalnego poziomu (zbliżoną lub nieznacznie niższą od zera). Dalsze obniżki stopy procentowej nie miałyby już pozytywnego wpływu na warunki gospodarcze i oddziaływałyby w kierunku zmniejszenia stabilności systemu finansowego. Z powodu utrzymujących się niskiej inflacji i niskiego tempa wzrostu PKB wymagane było dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Ze względu na brak możliwości dalszych obniżek krótkoterminowych stóp procentowych banki centralne sięgnęły po niekonwencjonalne narzędzie w postaci programów luzowania ilościowego. Programy te polegały na zakupach przez banki centralne aktywów (głównie długoterminowych obligacji rządowych i korporacyjnych) o ustalonej miesięcznej skali przez dłuższy okres.

Bank	Program	Okres	Wielkość programu	
EBC	EAPP	03.2015-12.2018	2570 mld €	23% PKB
Riksbank	QE	01.2015-12.2017	290 mld SEK	6% PKB
FED	QE1	11.2008-03.2009	1725 mld $	12% PKB
	QE2	11.2010-07.2011	600 mld $	4% PKB
	MEP	09.2011-06.2012	400 mld $	4% PKB
	QE3	09.2012-10.2014	1600 mld $	9% PKB
Bank Anglii	QE	03.2009-07.2012	375 mld £	27% PKB
Bank Japonii	QE	03.2001-03.2006	30000 mld ¥	6% PKB
	QQE	04.2013-obecnie	387272 mld ¥	71% PKB

Źródło: EBC, FED, Bank Anglii, Bank Japonii, Riksbank, Credit Agricole

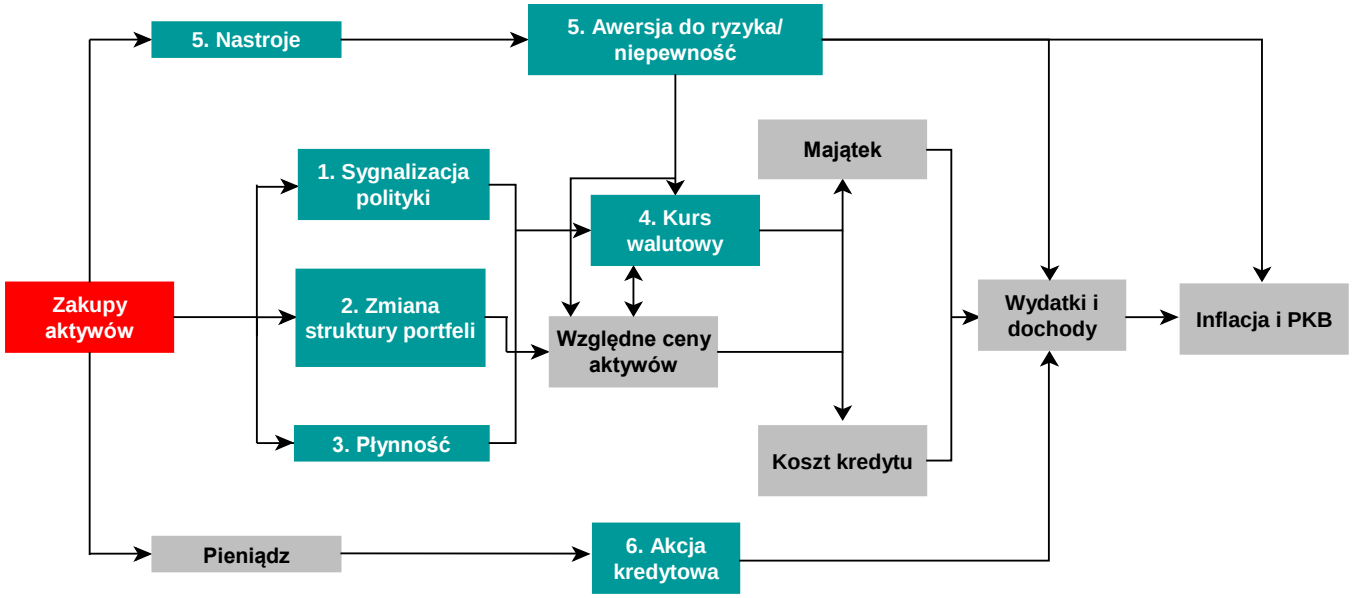
Taką politykę realizowały główne banki centralne – FED, EBC, Bank Anglii, Bank Japonii i Riksbank. Japonia była pionierem w stosowaniu luzowania ilościowego. Pierwszy program został uruchomiony w tym kraju na długo przed globalnym kryzysem finansowym, tj. w 2001 r. – stopa depozytowa Banku Japonii już wówczas osiągnęła poziom zero. W USA i Wielkiej Brytanii programy luzowania ilościowego zostały uruchomione w pierwszej fazie kryzysu finansowego (2008-2009). Z kolei EBC, Risksbank i Bank Japonii (drugi program) wstrzymały się z zastosowaniem tego programu jeszcze przez kilka lat po wybuchu kryzysu (por. tabela). W ramach programów została skupiona znacząca ilość aktywów (od 6% PKB w Szwecji do ponad 70% PKB w Japonii), co przyczyniło się do wyraźnego zwiększenia bilansów banków centralnych.

Luzowanie ilościowe oddziałuje na sytuację makroekonomiczną w kraju w wieloraki sposób. W pierwszej fazie kryzysu programy skupu aktywów miały na celu poprawę funkcjonowania rynku finansowego, jednak niezaprzeczalny jest również ich pozytywny wpływ na realną sferę gospodarki. Poniżej wymieniamy główne kanały, poprzez które programy QE wpływają na warunki makroekonomiczne:

1) **Sygnalizacja polityki pieniężnej (wpływ na oczekiwania rynków finansowych)**. Ogłaszając program skupu aktywów, bank centralny daje sygnał uczestnikom rynkowym dotyczący prawdopodobnego kształtowania się stóp procentowych w przyszłości. Program QE jest bowiem wiarygodnym zobowiązaniem banku centralnego do utrzymywania ich na niskim poziomie przez dłuższy czas.
2) **Zmiana struktury portfeli.** Skup bezpiecznych aktywów, jakimi są obligacje rządowe przyczynia się do wzrostu ich cen i spadku ich oprocentowania (stopy zwrotu z inwestycji). Spadek stopy zwrotu

powoduje, że inwestorzy przekierowują swoje środki w kierunku innych aktywów dających wyższy zysk – instrumentów o większym ryzyku, lub dłuższej zapadalności. Powoduje to wzrost cen aktywów, spadek premii za ryzyko i premii terminowej na rynkach.

3) **Wzrost płynności.** Wejście dużego gracza (w postaci banku centralnego) na rynek i jego zobowiązanie do przeprowadzania transakcji o względnie stałej, dużej wartości oddziałuje w kierunku wzrostu płynności. Powoduje to spadek premii z tytułu ograniczonej płynności. Oddziaływanie banku centralnego w tym zakresie nie ogranicza się jedynie do rynku, na którym skupowane są aktywa, ale ze względu na zmianę struktury portfeli inwestorów (patrz punkt 2) również na inne klasy aktywów.
4) **Osłabienie kursu walutowego.** Bieżąca i oczekiwana zmiana dysparytetu stóp procentowych (na korzyść zagranicy) oddziałuje w kierunku odpływu kapitału z kraju, w którym prowadzony jest skup aktywów, co przyczynia się do osłabienia kursu walutowego.
5) **Poprawa nastrojów.** Realizacja programu przyczynia się do poprawy nastrojów (zmniejszenia niepewności) uczestników rynkowych ze względu na oczekiwany pozytywny wpływ luzowania polityki pieniężnej na warunki makroekonomicznych. Program skupu aktywów oddziałuje również w kierunku zmniejszenia zmienności na rynkach finansowych i spadku awersji do ryzyka. Poprawa nastrojów przyczynia się do wzrostu inwestycji i konsumpcji.
6) **Wzrost akcji kredytowej.** Skup obligacji w posiadaniu banków komercyjnych przez bank centralny oddziałuje w kierunku wzrostu płynności w sektorze bankowym i zwiększenia akcji kredytowej. Spadek długoterminowych stóp procentowych prowadzi do zwiększenia popytu na finansowanie kredytem.



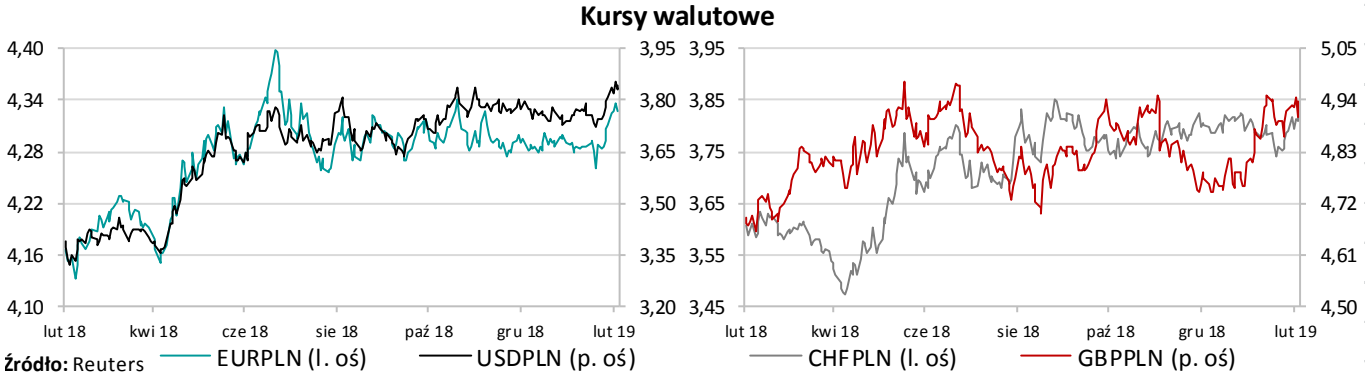
Źródło: Bank Anglii, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej kanały oddziaływania (spadek rynkowych stóp procentowych na szeroką skalę, wzrost akcji kredytowej i osłabienie kursu walutowego) program luzowania ilościowego wpływa na wzrost gospodarczy i inflację w podobny sposób jak łagodzenie polityki pieniężnej realizowane w konwencjonalny sposób. Wzrost cen aktywów wywołany przez luzowanie ilościowe oddziałuje dodatkowo poprzez efekt majątkowy (efekt bogactwa) w kierunku wzrostu spożycia gospodarstw domowych. Liczne badania empiryczne potwierdziły pozytywny wpływ programów QE na warunki gospodarcze w krajach, które je realizowały.

Na podstawie naszych wcześniejszych szacunków stwierdzamy, że znaczące obniżenie stóp procentowych w Polsce i uruchomienie programu nisko oprocentowanych kredytów dla przedsiębiorstw nie zapewniłoby wystarczającego impulsu dla polskiej gospodarki w warunkach silnego spowolnienia

wzrostu gospodarczego. Dlatego w kolejnej MAKROmapie zaprezentujemy, jak mogłaby wyglądać implementacja programu luzowania ilościowego przez RPP i jaka musiałaby być jego skala, aby móc skutecznie pobudzić wzrost gospodarczy i inflację w Polsce.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro mogą umocnić złotego



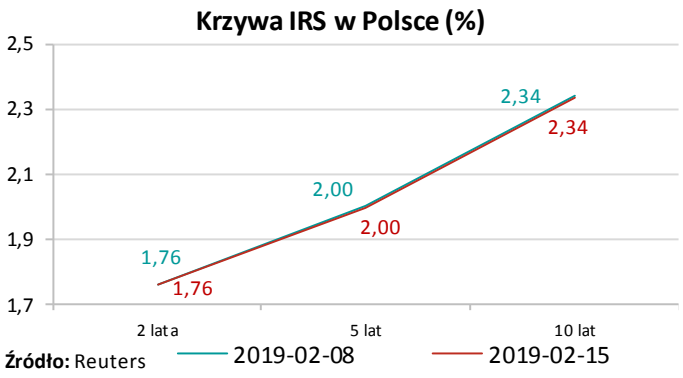
Źródło: Reuters

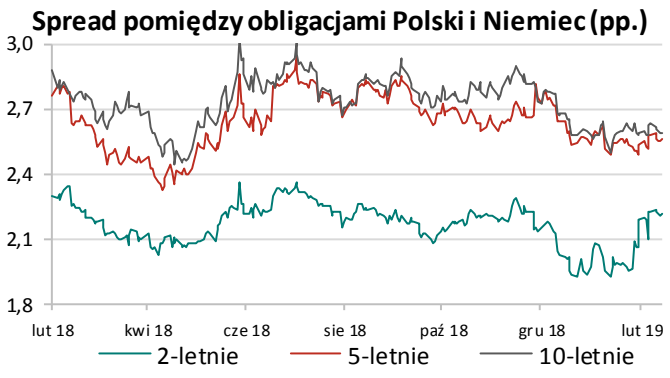
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3282 (osłabienie złotego o 0,4%). Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego. Było to efektem wzrostu awersji do ryzyka związanej z obawami inwestorów o perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro. W piątek doszło do częściowej korekty.

Z względu na podwyższoną awersję do ryzyka związaną z pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego w strefie euro w ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy umocnienie dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego, czyli walut uznawanych za tzw. bezpieczne przystanie (*safe haven*). Tym samym uwzględniając wzrost kursu EURPLN złoty osłabił się również względem dolara amerykańskiego (0,9%) oraz franka szwajcarskiego (0,7%).

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą wyniki badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek (indeksy PMI oraz Ifo i ZEW dla Niemiec). W przypadku realizacji naszych niższych od oczekiwań rynku prognoz dane mogą przyczynić się do osłabienia złotego. Negatywne dla kursu polskiej waluty mogą być także krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Pozostałe dane z Polski (produkcja przemysłowa, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek. Neutralne dla kursu złotego będą najprawdopodobniej także dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, indeks Philadelphia FED, sprzedaż domów na rynku wtórnym) oraz publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.

Dane o krajowej sprzedaży detalicznej istotne dla stawek IRS





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie, 5-letnie i 10-letnie stawki IRS nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły odpowiednio 1,76, 2,00 oraz 2,34. W poniedziałek doszło do wzrostu stawek IRS, co było korektą po ich spadku sprzed dwóch tygodni (por. MAKROmapa z 11.02.2018). W dalszej części tygodnia obserwowane było obniżenie stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim. Spadkowi rentowności niemieckich obligacji sprzyjały obawy inwestorów o perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, które w naszej ocenie mogą doprowadzić do spadku stawek IRS. Pozostałe krajowe dane (produkcja przemysłowa, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek. Do spadku stawek IRS mogą przyczynić się wyniki badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek (indeksy PMI oraz Ifo i ZEW dla Niemiec). Dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, indeks Philadelphia FED, sprzedaż domów na rynku wtórnym) oraz publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC będą najprawdopodobniej neutralne dla rynku.

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	0,9	
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	-240	-1400		
Eksport (r/r, %, EUR)	15,5	6,6	-4,4	9,9	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,2	2,3		
Import (r/r, %, EUR)	19,0	9,5	0,3	13,6	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	10,0	3,0		

* 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
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	1,0	0,8	1,7	1,7	1,0	1,1	0,8	0,9	1,3	1,0	0,8
Wkłady do wzrostu PKB: 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	7,7	7,5	7,2	6,9	6,2	7,2	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**
		Wtorek 19.02.2019r.				
10:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)**	**Styczeń**	**2,8**	**1,8**	**1,9**
10:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)**	**Styczeń**	**6,1**	**6,5**	**6,8**
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Grudzień	20,3		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Luty	-15,0	-15,0	-14,0
		Środa 20.02.2019r.				
10:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (%r/r)**	**Styczeń**	**2,8**	**3,7**	**3,9**
10:00	**Polska**	**Inflacja PPI (%r/r)**	**Styczeń**	**2,2**	**2,7**	**2,1**
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	-7,9	-8,3	-7,9
20:00	USA	*Minutes* z posiedzenia FOMC	Styczeń			
		Czwartek 21.02.2019r.				
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	49,7	49,5	49,8
10:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (%r/r)**	**Styczeń**	**4,7**	**5,3**	**6,1**
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Luty	51,2	50,9	51,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	50,5	49,9	50,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Luty	51,0	50,6	50,8
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	0,7	3,5	1,7
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Luty	17,0	16,0	15,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	54,9		54,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Styczeń	4,99	5,02	5,03
		Piątek 22.02.2019r.				
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,0	0,0	0,0
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Luty	99,1	98,8	99,0
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	1,4	1,4	1,4
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (%r/r)**	**Styczeń**	**9,2**	**9,1**	**9,3**

* 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.