



## W tym tygodniu

- **We wtorek i środę prezes FED J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Inwestorzy będą uważnie śledzić wypowiedzi J. Powella dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz stóp procentowych. Szczególnie istotne będą wypowiedzi prezesa FED nt. dalszego tempa zacieśniania polityki monetarnej. Treść *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC wskazuje bowiem, na zmianę nastawienia FED na bardziej gołębie (patrz poniżej). Podczas wystąpień J. Powella możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W czwartek zostanie opublikowany pierwszy szacunek PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 2,2% wobec 3,4% w III kw. ze względu na niższe wkłady spożycia prywatnego i zapasów. Oczekujemy, że kontynuację spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1248 tys. w grudniu wobec 1256 tys. w listopadzie) oraz pozwoleń na budowę (1284 tys. wobec 1322 tys.). W piątek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zmniejszy się do 56,0 pkt. w lutym wobec 56,6 pkt. w styczniu. Nieznaczny spadek indeksu sygnalizowany był wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskażą natomiast indeks Conference Board (125,0 pkt. w lutym wobec 120,2 pkt. w styczniu) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (95,5 pkt. wobec 91,2 pkt. w styczniu). Wzrost wskaźników będzie związany przede wszystkim z zakończeniem *government shutdown* (oba wskaźniki obniżyły się znacząco w styczniu ze względu na częściowe zawieszenie działalności rządu federalnego). Materializacja naszych prognoz będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy lutowe indeksy PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że indeks Caixin PMI spadł do 48,0 pkt. w lutym wobec 48,3 pkt. w styczniu, a indeks CFLP PMI obniżył się w naszej ocenie do 49,4 pkt. wobec 49,5 pkt. w styczniu. Uważamy, że efekty działań chińskiego rządu i Ludowego Banku Chin stymulujących popyt wewnętrzny będą widoczne z opóźnieniem. Jednocześnie spowolnienie w światowym handlu i dekonunktura w branży motoryzacyjnej oddziałuje w kierunku pogorszenia sytuacji w chińskim przetwórstwie. Oczekujemy, że wyniki badań koniunktury w Chinach, wskazujące na pogorszenie nastrojów w przetwórstwie przemysłowym, będą lekko negatywne dla kursu złotego.
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen zwiększyła się w lutym do 1,5% r/r wobec 1,4% w styczniu, przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 1,1% r/r. Oczekujemy, że publikacja danych o inflacji w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W czwartek GUS opublikuje pełne dane o PKB w IV kw. ub. r.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego było zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniosło 4,9% r/r wobec 5,1% w III kw. Dane o PKB będą istotne w kontekście oceny skali spowolnienia wzrostu inwestycji i konsumpcji, jednak ich publikacja nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków finansowych.
- **W piątek opublikowane zostaną lutowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI obniżył się do 48,0 pkt. z 48,2 pkt. w styczniu. W kierunku spadku wskaźnika oddziaływało pogorszenie koniunktury w strefie euro i Niemczech (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja indeksu będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

**W zeszłym tygodniu**

-  **W sobotę na konwencji Prawa i Sprawiedliwości ogłoszone zostały planowane przez rząd znaczące zmiany w polityce fiskalnej.** Wśród najważniejszych zmian zapowiedzianych przez rząd można wymienić: rozszerzenie programu 500+ na każde dziecko, dodatkowa trzynasta emerytura w wysokości 1100 zł, przywrócenie większej siatki połączeń autobusowych w Polsce, obniżka stawki podatku PIT (w tym do zera dla osób do 26. roku życia) oraz podniesienie kosztów uzyskania przychodów. W obecnej chwili nie są znane wszystkie szczegóły dotyczące skali i terminu implementacji powyższych zmian. Szacujemy, że wprowadzenie ich w życie oddziałuje przy innych warunkach niezmiennych do wzrostu wydatków budżetowych i deficytu w finansach publicznych o ok. 2% PKB w skali całego roku. Zgodnie z wypowiedzią M. Dworczyka szefa Kancelarii Prezesa Rady Ministrów ww. zmiany zostaną częściowo sfinansowane dzięki uszczelnieniu systemu podatkowego, usprawnieniu działalności państwa i szybkiemu wzrostowi gospodarczemu. Tym samym deficyt w finansach publicznych może zwiększyć się w mniejszym stopniu niż wynika to z zapowiedzianej skali wzrostu wydatków i ukształtuje się poniżej granicy 3% PKB w 2019 i 2020 r. Uważamy, że globalna koniunktura ulegnie poprawie w II poł. br., a tym samym impuls fiskalny zaproponowany przez PIS będzie miał charakter procykliczny, tj. oddziałujący w kierunku zwiększenia wahań tempa wzrostu gospodarczego. Stanowi on jednocześnie ryzyko w górę dla naszych prognoz dynamiki PKB i inflacji w II poł. br. i całym 2019 r. Skala rewizji będzie możliwa do oceny po przedstawieniu przez PIS szczegółów pakietu fiskalnego. W kontekście implikacji rynkowych, impuls fiskalny będzie oddziaływał w kierunku zmniejszenia oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych przez NBP, co przyczyni się do podniesienia krzywej rentowności w Polsce. Agencje ratingowe zwracały uwagę na potencjalne pogorszenie sytuacji w finansach publicznych jako czynnik ryzyka w dół dla oceny wiarygodności kredytowej Polski. Zgodnie z treścią komunikatów uważamy, że tak długo jak granica 3% PKB dla deficytu nie zostanie przekroczona, nie należy spodziewać się obniżenia ratingu. Niemniej jednak zmiany w polityce fiskalnej najprawdopodobniej zostaną krytycznie odnotowane w komunikatach agencji, co będzie miało lekko negatywny wpływ na kurs złotego.
-  **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w lutym do 51,4 pkt. wobec 51,0 pkt. styczniu, co było powyżej oczekiwań rynku (50,8 pkt.) i naszej prognozy (50,6 pkt.).** Wzrost zagregowanego indeksu PMI wynikał z wyższej wartości jego składowych dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym zwiększenie zagregowanego indeksu PMI odnotowano zarówno w Niemczech, jak i we Francji. W Niemczech na poprawę nastrojów złożyły się wzrost składowej dla aktywności biznesowej w usługach oraz obniżenie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Natomiast we Francji jego przyczyną był wzrost składowej zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie. Pogorszenie koniunktury odnotowano natomiast w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje rozbieżność pomiędzy sytuacją w usługach, które były źródłem poprawy koniunktury w strefie euro w lutym, oraz sytuacją w przetwórstwie. Historycznie obserwowane rozbieżności w przebiegu koniunktury w przetwórstwie i usługach w strefie euro były krótkotrwałe, co sugeruje że odnotowany w lutym wzrost zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro ma charakter przejściowy. Z punktu widzenia polskiego eksportu w danych na szczególną uwagę zasługuje obniżenie indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa do 47,6 pkt. w lutym wobec 49,7 pkt. w styczniu. Tym samym już drugi miesiąc z rzędu ukształtował się on poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku zmniejszenia indeksu oddziaływały niższe wkłady wszystkich 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, czasu dostaw, zapasów oraz

zatrudnienia). W strukturze danych na uwagę zasługuje najszybszy spadek nowych zamówień eksportowych od października 2012 r. W styczniu doszło również do pierwszego od kwietnia 2013 r. spadku bieżącej produkcji w przetwórstwie. Tym większe zaskoczenie stanowią opublikowane w ubiegłym tygodniu dane nt. produkcji przemysłowej w Polsce, które wskazały w styczniu na silny wzrost produkcji w działach eksportowych (patrz poniżej). Lutowe wyniki badań koniunktury dla strefy euro wskazują na wysokie prawdopodobieństwo spowolnienia aktywności gospodarczej w obszarze wspólnej waluty w kolejnych miesiącach. W sytuacji gdy prowadzona obecnie stymulacja wzrostu gospodarczego w Chinach oraz oczekiwane przez rynek porozumienie na linii USA-Chiny mające na celu deeskalację wojny handlowej pomiędzy tymi krajami nie ustabilizują sytuacji w światowym handlu, dostrzegamy istotne ryzyko wejścia gospodarki strefy euro w recesję w kolejnych kwartałach.

- ❗ **W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami zapis dyskusji potwierdził zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej na bardziej gołębie. Zgodnie z treścią *Minutes* pod koniec br. FED planuje zakończyć redukcję swojego bilansu. W zapisie dyskusji podkreślono również ryzyko silniejszego niż oczekiwano spowolnienia gospodarczego zagranicą (w szczególności w Europie i Chinach). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami publikacja *Minutes* miała ograniczony wpływ na rynek (por. MAKROmapa z 18.02.2019). Treść *Minutes* stanowi wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy, zgodnie z którą Rezerwa Federalna w 2019 r. podniesie stopy procentowe o 25 pb (w III kw.). Wcześniej oczekiwaliśmy dwóch podwyżek po 25 pb (w II kw. i IV kw.). Uważamy, że argumentem za podwyżką stóp procentowych będzie oczekiwana przez nas stabilizacja sytuacji w światowej gospodarce w I poł. br. oraz zmniejszenie niepewności politycznej (deeskalacja wojny handlowej, wyjaśnienie kwestii *Brexitu*). Obecnie rynek nie wycenia żadnej obniżki stóp procentowych w USA w 2019 r.
- ❗ **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB w IV kw. wzrosła do 0,0% wobec -0,2% w III kw. (0,9% r/r w IV kw. wobec 1,1% w III kw.).** Zwiększenie kwartalnej dynamiki niemieckiego PKB wynikało z wyższych wkładów eksportu netto (0,0 pp. w IV kw. wobec -0,9% w III kw.), konsumpcji (0,4 pp. wobec -0,2 pp.) oraz inwestycji (0,2 pp. wobec 0,1 pp.). Przeciwny wpływ miało obniżenie wkładu zapasów (-0,6 pp. w IV kw. wobec 0,8 pp. w III kw.). Tym samym głównym źródłem wzrostu niemieckiego PKB w IV kw. była konsumpcja. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wyniki badań koniunktury w Niemczech. Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w lutym do -13,4 pkt. wobec -15,0 pkt., co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (-14,0 pkt.). Nieznaczna poprawa indeksu w styczniu nastąpiła mimo dalszego pogorszenia perspektyw sytuacji gospodarczej w Niemczech. Zgodnie z komunikatem napływające dane wskazujące na spowolnienie aktywności w niemieckiej gospodarce znalazły jednak odzwierciedlenie w obniżeniu składowej indeksu ZEW dla oceny bieżącej sytuacji, która w lutym ukształtowała się na najniższym poziomie od grudnia 2014 r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny, który zmniejszył się w lutym do 98,5 pkt. wobec 99,3 pkt. w styczniu. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w 3 z 4 analizowanych działów (w przetwórstwie, budownictwie i usługach). Nieznaczna poprawa sytuacja nastąpiła jedynie w handlu. Dane stanowią znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech zwiększy się w I kw. br. do 0,5% wobec 0,0% w IV kw. 2018 r.
- ❗ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Opublikowane zostały zaległe dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły w grudniu o 1,2% m/m wobec wzrostu o 1,0% w listopadzie, co było nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (1,5%). Zwiększenie ich miesięcznej dynamiki wynikało w znacznym stopniu z wyższego tempa wzrostu zamówień na samoloty cywilne i ich części. Bez uwzględnienia środków transportu zamówienia

na dobra trwałe zwiększyły się o 0,1% m/m wobec spadku o 0,2% w listopadzie. Na uwagę zasługuje spadek rocznej dynamiki zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (2,5% w grudniu wobec 6,0% w listopadzie), co wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo spowolnienia inwestycji w kolejnych kwartałach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,94 mln w styczniu wobec 5,00 mln w grudniu), które wskazały na zmniejszenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury. Indeks Philadelphia FED zmniejszył się w lutym do 4,1 pkt. wobec 17,0 pkt. w styczniu, wskazując tym samym na pogorszenie sytuacji w przetwórstwie na północnym-wschodzie USA. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane nt. zamówień na dobra trwałe wskazują na ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. 2019 r. zmniejszył się do 1,7% wobec 2,2% w IV kw. 2018 r.

➤ **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w styczniu do 6,1% r/r wobec 2,8% w grudniu 2018 r.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy grudniem a styczniem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Skala ożywienia produkcji w styczniu była jednak większa niż wynikałoby to z korzystnego wpływu efektów kalendarzowych. W świetle dostępnych wyników badań koniunktury w Polsce silne ożywienie wzrostu produkcji przemysłowej w styczniu jest trudne do wytłumaczenia i uważamy, że było ono przejściowym zjawiskiem (por. MAKROpuls z 20.02.2019). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się w styczniu do 3,2% r/r wobec 12,2% w grudniu. Jej spadek był w znacznym stopniu wynikiem oddziaływania efektu wysokiej bazy sprzed roku, a także niekorzystnych warunków atmosferycznych. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej w kategorii "obiekty inżynierii lądowej i wodnej", który wskazał na utrzymującą się wysoką aktywność inwestycyjną sektora publicznego (por. MAKROpuls z 21.02.2019). Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. (3,7% r/r wobec 4,9% w IV kw. ub. r.).

➤ **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w styczniu w cenach bieżących o 6,6% r/r wobec wzrostu o 4,7% w grudniu 2018 r.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych wzrosła w styczniu do 5,2% r/r wobec 3,9% w grudniu. Szacujemy, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia tempa wzrostu sprzedaży detalicznej była wyższa dynamika sprzedaży w kategorii "żywność, napoje i wyroby tytoniowe". Natomiast głównym czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w styczniu była niższa dynamika sprzedaży w kategorii "pojazdy samochodowe, motocykle, części" (por. MAKROpuls z 21.02.2019). Dynamika realnej sprzedaży detalicznej w styczniu obniżyła się wobec swojej średniej wartości w IV kw. (5,8% r/r). Ponadto warto odnotować opublikowane w ubiegłym tygodniu dane GUS, które wskazały na kontynuację spadku zarówno bieżącego jak i wyprzedzającego wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Biorąc jednak pod uwagę styczniowe dane z rynku pracy (patrz poniżej) nadal widzimy nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki konsumpcji w I kw. (4,2% r/r wobec 3,9% w IV kw.).

➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w styczniu 7,5% r/r wobec 6,1% w grudniu 2018 r.** Do znaczącego przyspieszenia wzrostu płac styczniu przyczyniła się większa niż przed rokiem podwyżka płacy minimalnej. Wzrost dynamiki płac ogółem w styczniu był jednak wyraźnie większy niż oczekiwaliśmy, stąd interpretujemy go jako sygnał dalszego narastania presji płacowej w gospodarce. Nie wykluczamy jednak, że dynamikę płac w styczniu przejściowo podbiły wypłaty zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych działach. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w styczniu 2,9% r/r wobec 2,8% w grudniu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 135,7 tys. osób. Silny miesięczny wzrost zatrudnienia był spowodowany coroczną rewizją danych o zatrudnieniu w mikroprzedsiębiorstwach (por. MAKROpuls z 19.02.2019). Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w



przedsiębiorstwach wyniosło w styczniu 9,7% r/r wobec 7,8% w grudniu ub. r. i 8,8% w IV kw. ub. r. Wyraźnie wyższa od oczekiwań dynamika płac w styczniu sygnalizuje ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu płac w gospodarce narodowej w całym 2019 r. (7,0%).

- **W ubiegłym tygodniu prezes NBP A. Głapiński powiedział, że stopy procentowe w Polsce są „na relatywnie takim poziomie, że możemy je obniżyć”.** Zaznaczył jednak, że obecnie nie ma potrzeby zmian wysokości stóp procentowych. Uważa on bowiem, że inflacja prognozowana w projekcji NBP jest „jest silnie zakotwiczona w celu inflacyjnym, w pełni bezpieczna, pod kontrolą, nie wymagająca działań, także zmian stóp procentowych”. A. Głapiński powiedział również, że do końca obecnej kadencji prezesa NBP (czyli do 2022 r.), nie będzie potrzeby użycia instrumentów niestandardowych, o ile nie dojdzie do „załamania” w otoczeniu polskiej gospodarki, czego jednak on „nie przewiduje”. Wypowiedź A. Głapińskiego przyczyniła się do osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji. Uważamy, że rozważania A. Głapińskiego mają charakter czysto teoretyczny i nie sygnalizują wzrostu prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych w Polsce. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się do końca 2019 r., a ich pierwsza podwyżka (o 25 pb) nastąpi w marcu 2020 r. Wsparciem dla tego scenariusza jest ogłoszony w weekend przez rząd pakiet fiskalny (patrz wyżej), który będzie najprawdopodobniej oddziaływał w sposób procykliczny na przebieg koniunktury w II poł. 2019 r.
- **Prezydent USA D. Trump ogłosił, że USA odłożą w czasie wprowadzenie kolejnej transzy ceł na import z Chin, tym razem na towary o wartości 200 mld USD, która miały wejść w życie 1 marca br.** Jako powód dla swojej decyzji podał „wyraźny postęp w rozmowach handlowych z Chinami”. Decyzja D. Trumpa o odłożeniu w czasie wprowadzenia kolejnych ceł na import z Chin wskazuje na rosnące prawdopodobieństwo deeskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny. W konsekwencji decyzja sprzyja obniżeniu awersji do ryzyka, a w konsekwencji jest pozytywna dla walut rynków wschodzących, w tym złotego.

## Jaka skala luzowania ilościowego byłaby potrzebna w Polsce?

**W ubiegłym tygodniu przedstawiliśmy raport dotyczący realizacji programów skupu aktywów przez główne banki centralne. Poniżej analizujemy, jak mogłaby wyglądać implementacja takiego programu przez NBP oraz jaka musiałaby być jego skala aby mógł on skutecznie pobudzić wzrost gospodarczy w Polsce.**

W naszych poprzednich analizach zwróciliśmy uwagę, że łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP realizowane w konwencjonalny sposób (tj. poprzez obniżki stóp procentowych do poziomu bliskiego zera) oddziaływałoby w kierunku zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce o maksymalnie 0,4 pkt. proc. Szacunki te uwzględniają już pozytywny wpływ osłabienia kursu złotego (ze względu na wzrost awersji do ryzyka w warunkach spowolnienia) na sytuację gospodarczą w Polsce. Oznacza to, że w warunkach jeszcze silniejszego spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego konieczne byłoby uruchomienie niestandardowych narzędzi w polityce pieniężnej. Poniżej opisujemy program luzowania ilościowego (quantitative easing – QE), który mógłby być instrumentem komplementarnym lub substytucyjnym do przedstawionego przez nas programu nisko oprocentowanych kredytów dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw (por. MAKROMAPA z 11.02.2019). W celu oceny koniecznej skali programu luzowania ilościowego w Polsce przyjmujemy założenie, że miałby się on przyczynić do zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego o 1 pkt. proc.

W opracowaniach poświęconych QE zwraca się uwagę, iż o skali oddziaływania tego programu na warunki gospodarcze decyduje przede wszystkim łączna wartość zakupionych papierów wartościowych (tzw. zasób), a nie miesięczna skala zakupów realizowana przez bank centralny (tzw. strumień). Kanał

oddziaływania w ramach „strumienia zakupów” ogranicza się przede wszystkim do reakcji rynkowej na ogłoszenie startu programów (lub zmian w ich funkcjonowaniu) przez bank centralny poprzez kanał sygnalizacji polityki pieniężnej.

Wpływ programu QE o wartości 1% PKB na wskaźniki makroekonomiczne				
Kraj	Rentowność 10-letnich obligacji (pb)	Dynamika PKB (pkt. proc.)	Inflacja CPI (pkt. proc.)	Kurs walutowy
<b>UK</b>	-6,2	0,22	0,25	-0,3%
<b>Japonia</b>	-1,5	0,13	0,09	-
<b>Strefa euro</b>	-7,1	0,08	0,05	-0,4%
<b>USA</b>	-8,3	0,63	0,61	-0,5%
<b>Szwecja</b>	-6,8	-	-	-
<b>Średnia</b>	<b>-6,0</b>	<b>0,26</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,4%</b>

Źródło: Credit Agricole

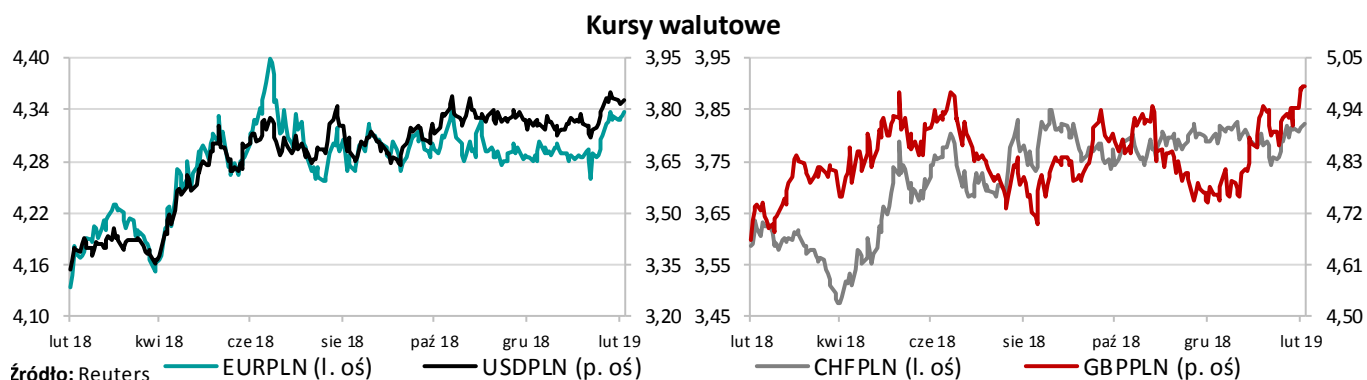
zmienne makroekonomiczne – tempo wzrostu gospodarczego, inflację, rentowności 10-letnich obligacji oraz kurs walutowy. Szacunki te różnią się pomiędzy poszczególnymi analizami, jak również poszczególnymi krajami. Różnice wynikają z różnych metodologii badań oraz trudności w scharakteryzowaniu alternatywnego scenariusza, w którym program QE nie zostałby uruchomiony. Dlatego na potrzeby naszej analizy przyjęliśmy uśrednione wartości ze wszystkich analiz (por. tabela). Otrzymane wielkości charakteryzujące efekty luzowania ilościowego przeskalowaliśmy w taki sposób aby odzwierciedlały siłę oddziaływania programu, w ramach którego skupiono aktywa o wartości 1% PKB. Na tej podstawie można szacować, że realizacja programu luzowania ilościowego w Polsce o łącznej skali 1% PKB oddziaływałaby w kierunku zwiększenia dynamiki PKB i inflacji o ok. 0,2-0,3 pkt. proc., osłabienia kursu złotego o 0,4% i spadku rentowności 10-letnich obligacji o ok. 6 pb.

W literaturze pojawia się wątek niepewności, co decyduje o sile oddziaływania luzowania ilościowego na warunki makroekonomiczne – skala programu w relacji do PKB, czy wielkość programu w odniesieniu do wartości możliwych do skupienia przez bank centralny papierów wartościowych. Takie wątpliwości pojawiły się ze względu na przypadek Japonii (kraju z dużym rynkiem długu w relacji do PKB), gdzie podobna skala skupu aktywów (wyrażona w relacji do PKB) przyniosła mniejsze efekty niż w innych krajach. W literaturze brak jest konsensusu w tej kwestii. Czynnikiem różnicującym efekty programów QE w poszczególnych krajach mogła być bowiem nie tylko skala rynku długu, ale również poziom rentowności obligacji długoterminowych (znacząco niższy w Japonii niż w USA lub Wielkiej Brytanii) w momencie uruchomienia programu luzowania ilościowego. Należy jednak zwrócić uwagę, że pominięcie przypadku Japonii nie zmieniłoby w istotny sposób oszacowanych powyżej uśrednionych efektów programu QE. Dlatego na potrzeby analizy zakładamy, że w Polsce program skupu aktywów będzie oddziaływał na warunki makroekonomiczne w podobnym stopniu jak we wspomnianych państwach.

Zgodnie z przyjętym przez nas celem działania RPP (zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego o 1 pkt. proc.), NBP musiałby skupić obligacje rządowe w wysokości ok. 4% PKB. Taka operacja przyczyniłaby się również do wzrostu inflacji o ok. 1 pkt. proc., osłabienia złotego o ok. 2% i spadku rentowności obligacji 10-letnich o ok. 25 pb. Dostrzegamy znaczące ryzyko w górę dla szacunku wpływu programu QE na rentowności obligacji 10-letnich. Relacja wartości obligacji rządowych w walucie krajowej do PKB w Polsce (ok. 30%) jest mniejsza niż we wspomnianych krajach rozwiniętych w momencie startu programu (ok. 60% w USA i strefie euro, 160% w Japonii oraz 35% w Wielkiej Brytanii), a tym samym wpływ luzowania ilościowego w Polsce (przeskalowany do 1% PKB) na rentowności obligacji byłby najprawdopodobniej większy. W konsekwencji, wpływ realizowanego w Polsce QE na PKB, inflację i kurs walutowy byłby najprawdopodobniej również większy niż w ww. krajach.

Biorąc pod uwagę doświadczenia innych banków centralnych, realizacja programu QE w Polsce zajęłaby ok. 12-18 miesięcy. Oznacza to, że efekty oddziaływania programu na realną sferę gospodarki byłyby widoczne z opóźnieniem kilku kwartałów od startu programu. Skup złotych obligacji rządowych w Polsce w wysokości ok. 4% PKB oznaczałoby, że bank centralny znalazłby się w posiadaniu ok. 13% dostępnych papierów wartościowych w tym segmencie. Jest to podobna względna skala interwencji na krajowym rynku długu jak w Wielkiej Brytanii i USA oraz znacząco niższa niż w strefie euro, Szwecji i Japonii (ok. 30%). Interwencja NBP o takiej skali na rynku obligacji nie powinna zatem przyczynić się do zaburzeń w jego funkcjonowaniu (np. „wyschnięcia” płynności w niektórych segmentach).

## Indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa może osłabić złotego

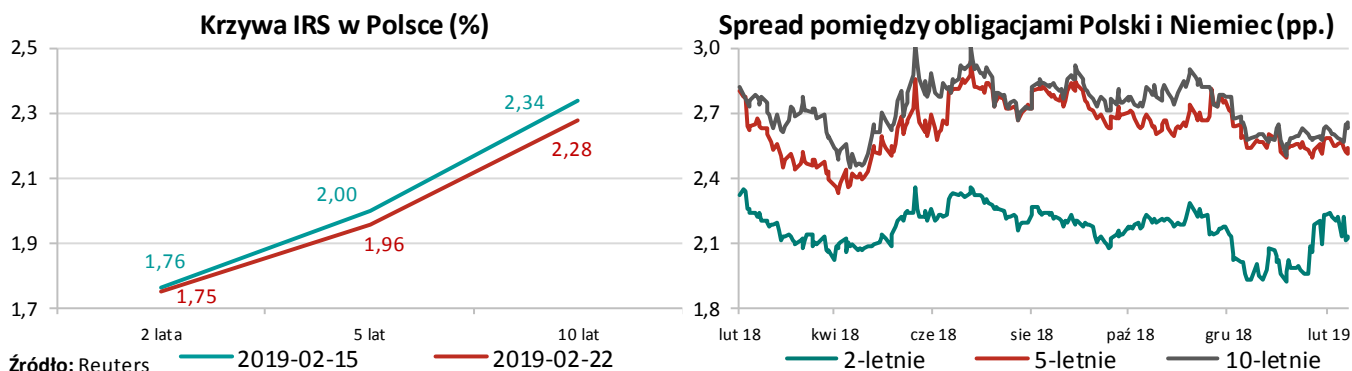


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3375 (osłabienie złotego o 0,1%).** W poniedziałek i wtorek kurs EURPLN był stabilny i oscylował na poziomie 4,33. W środę doszło do przejściowego osłabienia złotego wspieranego przez gołębią wypowiedź prezesa NBP A. Głapińskiego, który wyraził pogląd, iż obecny poziom stóp procentowych pozwala nadal na ich ewentualną obniżkę (patrz powyżej). W czwartek podwyższonej zmienności kursu złotego sprzyjały publikacje indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. W piątek kurs EURPLN był stabilny. Opublikowane w ubiegłym tygodniu liczne krajowe dane (o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw) miały ograniczony wpływ na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu doszło do umocnienia funta brytyjskiego względem euro. Sprzyjały temu doniesienia medialne wskazujące, że premier Wielkiej Brytanii T. May ma zamiar wycofać się z forsowania w UE tzw. „kompromisu Malthouse’a”, czyli zaproponowanej przez brytyjski parlament alternatywnej wersji porozumienia ws. *Brexitu*. Rynek odczytał to jako urealnienie oczekiwań Wielkiej Brytanii względem możliwych ustępstw UE w sprawie warunków *Brexitu* (UE wyklucza bowiem renowację uzgodnionej wcześniej umowy w sprawie *Brexitu*). W konsekwencji, uwzględniając wzrost kursu EURPLN, w ubiegłym tygodniu doszło również do osłabienia złotego względem funta (o 0,9%)

Dzisiaj możemy mieć do czynienia z umocnieniem złotego ze względu na decyzję D. Trumpa o odłożeniu w czasie wprowadzenia kolejnej transzy ceł na import z Chin (patrz powyżej). W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie publikacja indeksu Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa. Oczekujemy, że może ona przyczynić się do osłabienia złotego. W tym tygodniu możemy mieć również do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty ze względu na wystąpienie szefa FED J. Powella przed Kongresem. Publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa, finalne dane nt. krajowego PKB, dane o inflacji w strefie euro oraz liczne publikacje z USA (drugi szacunek PKB w IV kw., liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, indeks Conference Board i finalny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

## Wystąpienie Powella w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do 1,75 (spadek o 1pb), 5-letnie do 1,96 (spadek o 4pb), a 10-letnie 2,28 (spadek o 6pb). W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla stawek IRS była śródowa wypowiedź prezesa NBP A. Glapińskiego, w której wyraził pogląd, że obecny poziom stóp procentowych pozwala nadal na ich ewentualną obniżkę (patrz powyżej). Gołębi wydźwięk wypowiedzi A. Glapińskiego doprowadził w środę do spadku stawek IRS na środkowym odcinku i długim końcu krzywej. W czwartek doszło do korekty stawek IRS wspieranej przez aukcję zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje za 9,3 mld PLN i sprzedało obligacje o 2-, 5-, 9-, i 10-letnich terminach zapadalności za 9,5 mld PLN, przy popycie równym 11,6 mld PLN.

W tym tygodniu w centrum uwagi będzie wystąpienie szefa FED J. Powella przed Kongresem, które może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Ogłoszony w weekend przez rząd pakiet fiskalny może się przyczynić do zwiększenia rentowności polskich obligacji, zarówno na krótkim, jak i na długim końcu krzywej dochodowości. Uważamy, że publikacje danych z kraju (indeks PMI dla przetwórstwa, finalny szacunek PKB w IV kw.), strefy euro (wstępna inflacja), Chin (indeks PMI dla przetwórstwa) oraz USA (drugi szacunek PKB w IV kw., liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, indeks Conference Board i finalny indeks Uniwersytetu Michigan) będą 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	<b>4,30</b>
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	<b>3,74</b>
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	<b>3,72</b>
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	<b>0,6</b>	
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	6,1	
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	2,2	
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	6,6	
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	7,5	
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	2,9	
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	<b>6,1</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	2289	-792	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-221	-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	7,1	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	9,9	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
	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	7,7	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 25.02.2019r.</b>						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Styczeń	5,8	6,1	6,1
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Grudzień	0,0		0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Grudzień	-0,6		
<b>Wtorek 26.02.2019r.</b>						
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Grudzień	1256	1248	1255
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Grudzień	1322	1284	1293
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Grudzień	0,3		
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Luty	-2,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	120,2	125,0	125,0
<b>Środa 27.02.2019r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Luty	0,69		
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	-0,6		0,9
<b>Czwartek 28.02.2019r.</b>						
2:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Luty	49,5	49,4	49,5
10:00	Polska	<b>Finalny PKB (% r/r)</b>	<b>IV kw.</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	1,7		1,8
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	3,4	2,2	2,4
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Luty	56,7		58,2
<b>Piątek 01.03.2019r.</b>						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	48,3	48,0	48,5
9:00	Polska	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Luty</b>	<b>48,2</b>	<b>48,0</b>	<b>48,0</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	47,6	47,6	47,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	49,2	49,2	49,2
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	1,4	1,5	1,5
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Grudzień	0,3		
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	53,7		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	95,5	95,5	95,6
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	56,6	56,0	56,0

\* 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