

W tym tygodniu

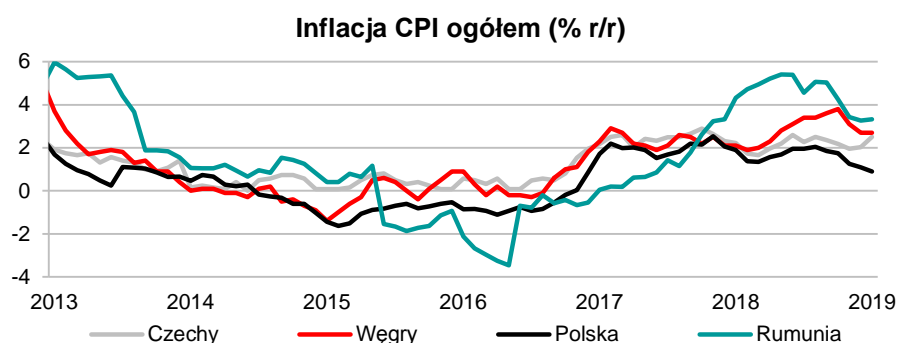
- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie – utrzymany zostanie obecny poziom stóp procentowych, jak również *forward guidance* dotyczące ich stabilnego kształtowania się w przyszłości. Po posiedzeniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Oczekujemy, że ścieżki inflacji i tempa wzrostu gospodarczego zostaną zrewidowane w dół w porównaniu do grudniowej prognozy. Uważamy, że konferencja będzie utrzymana w gołębim tonie ze względu na pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego i ograniczoną presję inflacyjną. Na konferencji nie zostaną ogłoszone nowe plany dotyczące kształtowania się polityki pieniężnej w przyszłości, jednak prezes EBC M. Draghi najprawdopodobniej przedstawi wachlarz możliwych do implementacji instrumentów w przypadku dalszego pogorszenia koniunktury. Wypowiedzi M. Dragiego będą spójne z naszym scenariuszem zakładającym, że w najbliższych miesiącach (najprawdopodobniej w kwietniu) EBC ogłosi uruchomienie kolejnego programu TLTRO. Oczekujemy, że podczas konferencji po posiedzeniu EBC będziemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Jednocześnie zostaną zaprezentowane wyniki najnowszej projekcji inflacji NBP. Nie będzie ona najprawdopodobniej uwzględniać ogłoszonych dwa tygodnie temu przez rząd planowanych zmian w polityce fiskalnej (por. MAKROmapa z 25.02.2018). Oczekujemy, że ścieżka inflacji zostanie zrewidowana w dół w porównaniu do listopadowej projekcji (brak materializacji założonego silnego wzrostu cen energii), a tempo wzrostu PKB zostanie zrewidowane w górę (ze względu na wyższy punkt startowy prognozy). W czasie konferencji najprawdopodobniej poruszony zostanie również temat wpływu ogłoszonego przez rząd pakietu fiskalnego na kształtowanie się inflacji i tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach, jak również perspektywy polityki pieniężnej. Uważamy, że A. Głapiński będzie starał się ostudzić oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Jego wypowiedzi będą bardziej gołębie w porównaniu do poglądów wyrażanych przez innych członków RPP w ubiegłym tygodniu (E. Gatnar, J. Żyżyński), którzy dostrzegali możliwość zaostrzenia polityki pieniężnej z uwagi na rozluźnienie polityki pieniężnej. Uważamy, że prezes NBP A. Głapiński powtórzy swoją opinię, zgodnie z którą w latach 2019-2020 stopy procentowe NBP nie zmienią się. Naszym zdaniem wydźwięk konferencji prasowej będzie lekko negatywny dla kursu złotego i pozytywny dla cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 195 tys. osób w lutym wobec 304 tys. w styczniu, przy spadku stopy bezrobocia do 3,8% z 4,0% w styczniu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 190 tys. w lutym wobec 213 tys. w styczniu). Oczekujemy, że kontynuację spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1123 tys. w styczniu wobec 1078 tys. w grudniu), pozwoleń na budowę (1299 tys. wobec 1326 tys.) oraz sprzedaży nowych domów (624 tys. wobec 657 tys.). Uważamy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Rynek oczekuje, że saldo bilansu zmniejszyło się do 25,6 mld USD w lutym wobec 39,2 mld USD w styczniu przy jednoczesnym spadku dynamik eksportu i importu. Dane będą istotne z punktu widzenia oceny trwałości i skali spowolnienia w światowym handlu. Należy jednak pamiętać, że są one zaburzone przez efekt statystyczny związany przesunięciem terminu Chińskiego Nowego Roku, który przejściowo podbił aktywność w handlu zagranicznym w styczniu.

W zeszłym tygodniu

- **Tempo wzrostu polskiego PKB w IV kw. 2018 r. obniżyło się do 4,9% r/r wobec 5,1% w III kw. (0,5% kw/kw w IV kw. wobec 1,6% w III kw.), co było zgodne ze wstępnym szacunkiem opublikowanym przez GUS.** Obniżenie dynamiki PKB wynikało z niższych wkładów zapasów (0,0 pp. w IV kw. wobec 1,0 pp. w III kw.) oraz spożycia indywidualnego (2,2 pp. wobec 2,7 pp.). Przeciwny wpływ miały wyższe wkłady eksportu netto (0,2 pp. w IV kw. wobec -0,9 pp.) oraz spożycia publicznego (0,8 pp. wobec 0,6 pp.). Kontrybucja inwestycji w IV kw. nie zmieniła się w porównaniu do III kw. i wyniosła 1,7 pp. Tym samym głównym źródłem wzrostu polskiego PKB w IV kw., podobnie jak w III kw., było spożycie indywidualne. W kontekście słabej koniunktury za granicą najbardziej zaskakujące w strukturze PKB za IV kw. jest wyraźne zwiększenie dynamiki polskiego eksportu. Może to wskazywać na rosnące przewagi konkurencyjne polskich przedsiębiorstw za granicą. Taką ocenę wspierają dane o międzynarodowym handlu towarami, którego skala spowolnienia eksportu w Polsce w IV kw. była najmniejsza na tle krajów regionu (por. MAKROpuls z 28.02.2019). Dane o PKB w IV kw. nie zmieniają naszej oceny perspektyw wzrostu gospodarczego w 2019 r. Istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2019 r. (3,3% wobec 5,1% w 2018 r.) stanowią natomiast planowane przez rząd znaczące zmiany w polityce fiskalnej (por. MAKROmapa z 25.02.2019). Nasz zrewidowany scenariusz makroekonomiczny uwzględniający wpływ wspomnianego pakietu fiskalnego przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w lutym do 47,6 pkt. wobec 48,2 pkt. w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (48,0 pkt.).** Tym samym już czwarty miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek indeksu PMI wynikał z niższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień i zatrudnienia). Przeciwny efekt miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Wkłady dla bieżącej produkcji i zapasów nie zmieniły się. W lutym odnotowano kolejny wzrost składowej dla zapasów wyrobów gotowych, które wzrosły w tempie najszybszym od lutego 1999 r. W połączeniu z dalszym szybkim spadkiem zaległości produkcyjnych i obniżeniem wskaźnika obrazującego oczekiwania dotyczące produkcji w horyzoncie rocznym sygnalizuje to, że wzrost zapasów był spowodowany zaskakująco głębokim spadkiem popytu (por. MAKROpuls z 1.03.2019). Wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą wzrost produkcji przemysłowej w lutym spowolnił do 3,5% r/r z 6,1% w styczniu.
- **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w lutym do 48,9 pkt. wobec 48,3 pkt. w styczniu, co było powyżej oczekiwań rynku (48,5 pkt.).** Niemniej luty był trzecim miesiącem z rzędu, w którym indeks ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów oraz czasu dostaw). Przeciwny wpływ miało obniżenie wkładu składowej dla zatrudnienia. W strukturze danych na uwagę zasługuje wyraźny wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem, której wartość po dwóch miesiącach spadków zwiększyła się powyżej 50 pkt. Towarzyszył temu spadek nowych zamówień eksportowych. Wzrost nowych zamówień ogółem w chińskim przetwórstwie w lutym wynikał zatem z silniejszego popytu wewnętrznego. Może wskazywać to na pierwsze efekty stymulacji fiskalnej prowadzonej przez chiński rząd, w tym zwiększonych inwestycji infrastrukturalnych. Na pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast indeks CFLP PMI, który obniżył się w lutym do 49,2 pkt. wobec 49,5 pkt. w styczniu. Pierwsze oznaki poprawy sytuacji w chińskim przetwórstwie w połączeniu z rosnącym prawdopodobieństwem deeskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2019 r. dynamika PKB w Chinach wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.

- **W ubiegłym tygodniu prezes FED J. Powell przedstawił półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** W swoim wystąpieniu powtórzył on pogląd, zgodnie z którym Rezerwa Federalna może sobie pozwolić na „cierpliwość” podejmując decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych. J. Powell uzasadnił to ostrożne nastawienie m.in. podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych, osłabieniem wzrostu gospodarczego w światowej gospodarce, niepewnością związaną z *Brexitem*, prowadzonymi negocjacjami na linii USA-Chiny, a także ograniczoną presją inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. Wypowiedzi J. Powella nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym Rezerwa Federalna w 2019 r. podniesie stopy procentowe o 25 pb (w III 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.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszyło się w IV kw. ub. r. do 2,6% wobec 3,4% w III kw., co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (2,3%). Jego obniżenie wynikało z niższych wkładów zapasów (0,13 pp. w IV kw. wobec 2,33 pp. w III kw.), konsumpcji prywatnej (1,92 pp. wobec 2,37 pp.) oraz wydatków rządowych (0,07 pp. wobec 0,44 pp.). Przeciwny efekt miały wyższe wkłady eksportu netto (-0,22 pp. wobec -1,99 pp.) oraz inwestycji (0,69 pp. wobec 0,21 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w IV kw., podobnie jak w III kw., była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także zaległe dane nt. pozwoleń na budowę (1326 tys. w grudniu wobec 1322 tys. w listopadzie) oraz rozpoczętych budów (1078 tys. w grudniu wobec 1214 tys. w listopadzie), które dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał indeks Conference Board, który zwiększył się w lutym do 131,4 pkt. wobec 121,7 pkt. w styczniu. Jego wzrostu wynikał z wyższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Na poprawę koniunktury konsumenckiej wskazał także finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w lutym do 93,8 pkt. wobec 91,2 pkt. w styczniu i 95,5 pkt. we wstępnym szacunku. Jego wzrost był efektem wyższej wartości jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Pogorszenie sytuacji w przetwórstwie zasygnalizował indeks ISM, który obniżył się w lutym do 54,2 pkt. wobec 56,6 pkt. w styczniu, co było poniżej oczekiwań rynku (55,5 pkt.). Jego spadek wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia i czasu dostaw). Ubiegłotygodniowe dane z USA nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. 2019 r. zmniejszy się do 1,7%.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w lutym do 1,5% r/r wobec 1,4% w styczniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku.** Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen żywności oraz nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miało jej obniżenie w usługach. Oczekujemy, że w kwietniu inflacja w strefie euro osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 1,7% r/r i w kolejnych miesiącach będzie kształtować się w trendzie spadkowym obniżając się do 1,0% r/r w IV br. 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.

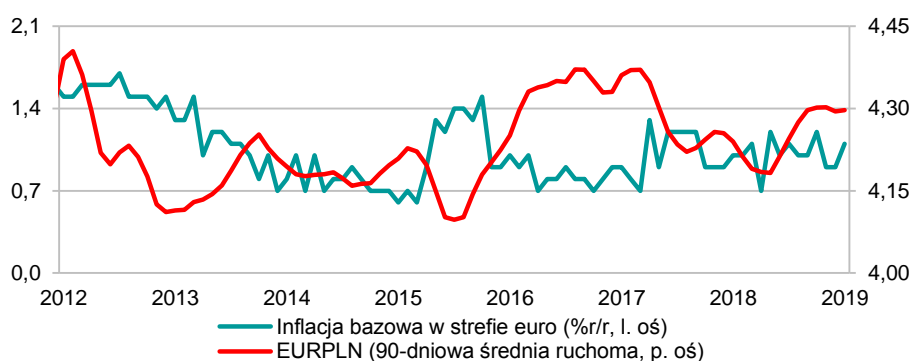
Czy Polska jest skazana na niską inflację?



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Inflacja w Polsce kształtuje się obecnie, na tle innych krajów regionu, na relatywnie niskim poziomie. Tempo wzrostu cen utrzymuje się poniżej poziomów odnotowywanych w Czechach, Rumunii i na Węgrzech już od przełomu lat 2017-2018 (por. wykres). W szczególności zastanawiająca jest wyraźna rozbieżność pomiędzy poziomem

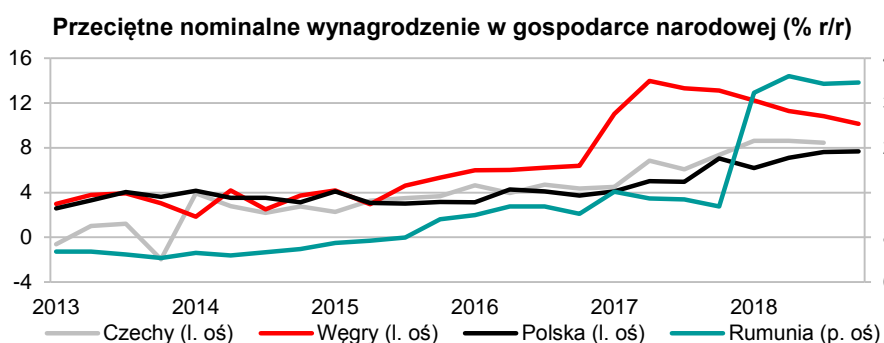
inflacji bazowej w Polsce i wspomnianych krajach. Poniżej przedstawiamy przyczyny takiego stanu rzeczy oraz przedstawiamy naszą prognozę inflacji w Polsce na najbliższe kwartały.



Źródło: Eurostat, Reuters, Credit Agricole

inflacji bazowej w Polsce i wspomnianych krajach. Poniżej przedstawiamy przyczyny takiego stanu rzeczy oraz przedstawiamy naszą prognozę inflacji w Polsce na najbliższe kwartały.

Naszym zdaniem istnieje kilka przyczyn wolnego wzrostu cen w Polsce. Pierwszą z nich jest niska inflacja importowana. Przez ostatnie lata obserwowaliśmy niską presję inflacyjną w obszarze wspólnej waluty. Inflacja bazowa w strefie euro kształtowała się zazwyczaj w przedziale 0,5-1,5% r/r, a więc poniżej celu inflacyjnego EBC. Dodatkowo kurs EURPLN nie podlegał dużym wahaniom w ostatnich latach, co sprzyjało stabilizacji cen importowanych wyrażonych w złotych. Powyższe czynniki występowały również w pozostałych krajach regionu, a tym samym nie stanowią one elementu różnicującego poszczególne gospodarki.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Czynnikiem odróżniającym Polskę na tle Czech, Rumunii i Węgier jest sytuacja na rynku pracy. Dynamika wynagrodzeń kształtuje się w Polsce na wyraźnie niższym poziomie (por. wykres). Za szybszy wzrost płac w regionie odpowiadała częściowo polityka gospodarcza realizowana we wspomnianych krajach – znaczący wzrost płacy minimalnej, podwyżki wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej, obniżki składek płaconych przez pracodawców (w Rumunii i na Węgrzech – zwiększając pole do podwyżek w sektorze prywatnym). Drugim elementem ograniczającym wzrost płac w Polsce na tle pozostałych krajów regionu jest relatywnie wysoki napływ imigrantów zarobkowych w relacji do liczby osób zatrudnionych. Napływ Ukraińców do Polski, w warunkach nasilających się trudności

minimalnej, podwyżki wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej, obniżki składek płaconych przez pracodawców (w Rumunii i na Węgrzech – zwiększając pole do podwyżek w sektorze prywatnym). Drugim elementem ograniczającym wzrost płac w Polsce na tle pozostałych krajów regionu jest relatywnie wysoki napływ imigrantów zarobkowych w relacji do liczby osób zatrudnionych. Napływ Ukraińców do Polski, w warunkach nasilających się trudności

przedsiębiorstw w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników, oddziaływał w kierunku ograniczenia presji na wzrost wynagrodzeń.

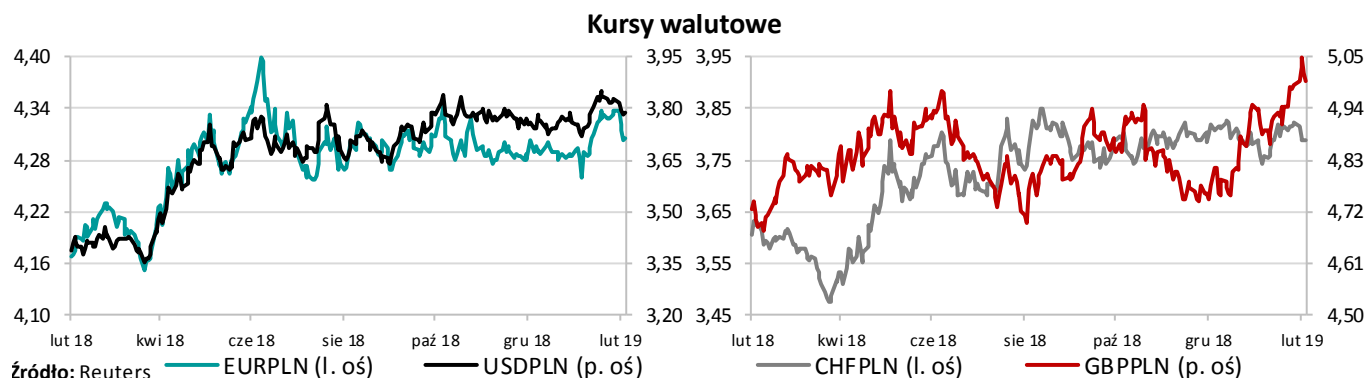
Ponadto, polscy pracownicy charakteryzują się niską skłonnością do zmiany pracy – odsetek ogółu pracujących poszukujący innej pracy głównej lub dodatkowej utrzymywał się w ostatnich 10 latach w trendzie spadkowym i wynosi obecnie ok. 1%. Taka tendencja wynika przede wszystkim z długiego czasu potrzebnego na znalezienie nowej pracy. Badacze rynku pracy sygnalizują, że jest to związane z relatywnie słabo rozwiniętym pośrednictwem pracy oraz usługami doradztwa zawodowego. Takie uwarunkowania również ograniczają presję płacową.

Kolejnym elementem hamującym inflację (nie tylko w Polsce) jest postępująca globalizacja przyczyniająca się do długofalowego spadku marż przedsiębiorstw. Zgodnie z badaniami naukowymi taka tendencja związana jest z pozycją polskich firm w globalnych łańcuchach wartości (GVC) oraz coraz większym ukierunkowaniem ich produkcji na rynki zagraniczne. Postępująca globalizacja ma również coraz większe znaczenie w kształtowaniu się cen usług. W tradycyjnym ujęciu, usługi są reprezentantami tzw. dóbr niehandlowych. Głównym czynnikiem determinującym ich ceny są koszty pracy i w teorii, nie podlegają presji konkurencyjnej ze strony zagranicy. Niemniej jednak w związku z postępem technologicznym możliwy jest outsourcing coraz większej części usług za granicą. W rezultacie część usług przestaje być „czystym” dobrem niehandlowym i w tym segmencie przedsiębiorstw również obserwowana jest rosnąca presja konkurencyjna. Tendencje te sprawiają, że spadek stopy bezrobocia powoduje obecnie mniejszy wzrost cen niż dwie dekady temu. Następuje tzw. wypłaszczenie krzywej Phillipsa. Odwzorowaniem ograniczonych możliwości firm do przerzucenia wyższych kosztów na konsumenta są badania koniunktury NBP („Szybki Monitoring, styczeń 2019 r.”), zgodnie z którymi 59% firm obawia się odpływu klientów do konkurencji lub zmniejszenia popytu jeśli podniosłyby ceny swoich produktów.

Uważamy, że antyinflacyjny wpływ uwarunkowań na rynku pracy w Polsce ulegnie zmniejszeniu w najbliższych kwartałach, co będzie oddziaływało w kierunku stopniowego wzrostu inflacji. Zgodnie z najnowszymi danymi, napływ Ukraińców do Polski spowolnił. Ponadto istnieje duże ryzyko odpływu imigrantów do Niemiec w 2020 r. w związku ze zmianami w niemieckim prawie migracyjnym. Takie tendencje, w warunkach trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników, będą oddziaływały w kierunku szybszego wzrostu wynagrodzeń w Polsce. Ponadto badania koniunktury NBP wskazują na znaczący wzrost presji płacowej w I kw. br. Powyższe czynniki będą oddziaływały w kierunku zwiększenia presji kosztowej w przedsiębiorstwach. Jednocześnie możliwość dalszego spadku marż przedsiębiorców jest ograniczona, co oznacza, że rosnące koszty pracy będą przerzucane na klientów poprzez podwyżki cen wyrobów gotowych. Do wzrostu cen konsumenckich w Polsce przyczynią się również wyższe ceny za wywóz śmieci oraz prognozowany przez nas wzrost inflacji bazowej w strefie euro w 2020 r.

Innym ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu presji popytowej w Polsce, a tym samym inflacji, będzie zapowiedziane przez rząd rozluźnienie polityki fiskalnej. Ze względu na dużą niepewność dotyczącą dokładnych parametrów pakietu fiskalnego, ocena wpływu zmian w polityce fiskalnej na tempo wzrostu cen jest obecnie utrudniona. Zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszej prognozy zakładającej wzrost inflacji do 2,0% w 2020 r. z 1,5% w 2019 r. Czynnikiem niepewności dla naszego scenariusza będzie sposób uwzględnienia podwyżek cen prądu w indeksie CPI przez GUS.

Gołębi wydzwięk konferencji po posiedzeniu RPP może osłabić złotego

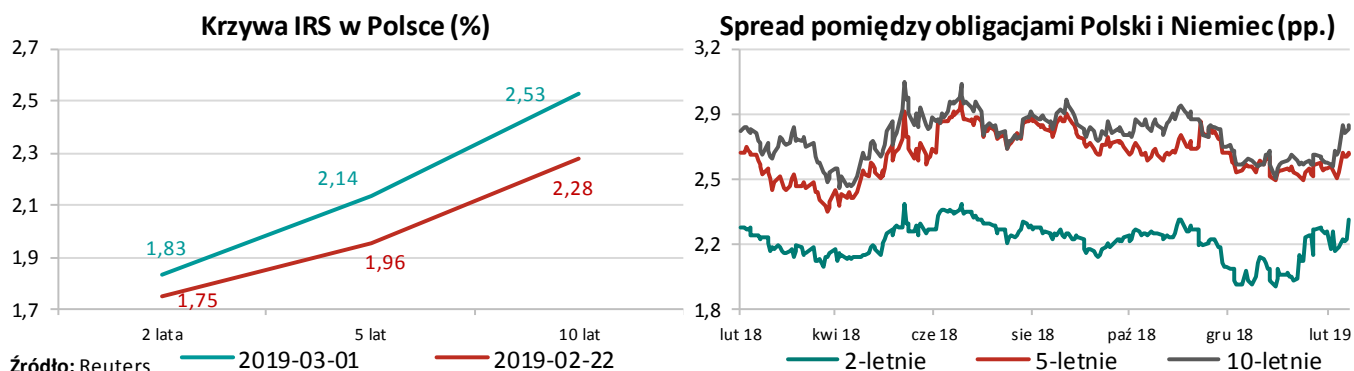


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3045 (umocnienie złotego o 0,8%). W poniedziałek kurs EURPLN był stabilny o oscylował na poziomie 4,33. Od wtorku do czwartku włącznie obserwowane było umocnienie złotego oraz innych walut regionu, co związane było ze spadkiem awersji do ryzyka odzwierciedlanym obniżeniem indeksu VIX. Zwiększeniu apetytu na ryzykowne aktywa mogły sprzyjać rosnące oczekiwania inwestorów na deeskalację wojny handlowej na linii USA-Chiny. W piątek złoty nieznacznie się osłabił, do czego w pewnym stopniu przyczyniła się publikacja niższego od oczekiwań indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa.

Z uwagi na przyczyny ubiegłotygodniowej aprecjacji polskiej waluty związane z obniżeniem światowej awersji do ryzyka złoty umocnił się także względem dolara amerykańskiego (o 1,0%) oraz franka szwajcarskiego (o 0,9%). Polska waluta osłabiła się natomiast wobec funta brytyjskiego (o 0,1%), co było efektem spadku kursu EURGBP. Umocnieniu funta względem euro sprzyjają rosnące oczekiwania rynku na odłożenie *Brexitu* w czasie.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie RPP. Uważamy, że może ono doprowadzić do osłabienia polskiej waluty. W czwartek podwyższonej zmienności kursu złotego może sprzyjać posiedzenie EBC. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę oraz sprzedaży nowych domów) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

Podwyższona zmienność na rynku ze względu na posiedzenie EBC



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,83 (wzrost o 8pb), 5-letnie do 2,14 (wzrost o 18pb), a 10-letnie do 2,53 (wzrost o 25pb). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami na początku ubiegłego tygodnia doszło do silnego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w reakcji na ogłoszony dwa tygodnie temu przez Prawo i Sprawiedliwość pakiet fiskalny zmniejszający oczekiwania rynku na obniżki stóp procentowych w Polsce (por. MAKROmapa z 25.02.2019). Jednocześnie doszło do wzrostu spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. W dalszej części tygodnia dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia stawek IRS był wzrost rentowności na rynkach bazowych (w Niemczech i USA) wspierany przez obniżenie globalnej awersji do ryzyka.

W tym tygodniu w centrum uwagi będzie zaplanowane na środę posiedzenie RPP. Uważamy, że jego wydzźwięk może przyczynić się do spadku stawek IRS. W czwartek stawki IRS mogą charakteryzować się podwyższoną zmiennością ze względu na posiedzenie EBC. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę oraz sprzedaży nowych domów) będą w naszej ocenie neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	mar 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*	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30
Kurs USDPLN*	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,74
Kurs CHFPLN*	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,74
Inflacja CPI (r/r, %)	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,9	1,1	1,1
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	1,0	1,0	1,0
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,3	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,1	3,5	3,5
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,4	2,4
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,8	6,8
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,2	7,2
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	2,9
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	6,1
Saldo ROB (mln EUR)	-792	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-240	-1400	1617		
Eksport (r/r, % EUR)	6,6	-4,4	9,9	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,2	2,3	6,2		
Import (r/r, % EUR)	9,5	0,3	13,6	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	10,0	3,0	6,4		

* 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	4,3	4,2	3,5	3,4	3,3	4,6	3,6	3,0	
Inwestycje (% r/r)	8,2	4,7	9,9	6,7	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	8,9	4,7	4,7	4,9	5,4	6,2	4,9	4,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	5,5	6,5	6,9	9,0	5,7	5,6	6,3	5,8	7,0	5,9	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,8	2,7	2,2	2,7	2,0	2,0	1,6	2,7	2,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,8	1,7	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	0,2	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	-0,2	-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	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9	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	3,73	3,64	3,54	3,74	3,54	3,24	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 04.03.2019r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Marzec	-3,7		-3,2
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	3,0		2,9
Wtorek 05.03.2019r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Luty	52,3	52,3	52,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Luty	51,4	51,4	51,4
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-1,6		1,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	657	624	593
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Luty	56,7	57,0	57,2
Środa 06.03.2019r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Marzec	1,50	1,50	1,50
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Luty	213		190
Czwartek 07.03.2019r.						
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	IV kw.	1,2	1,2	1,2
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,2	0,2	0,2
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	IV kw.	1,2		1,2
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Marzec	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	216		225
Piątek 08.03.2019r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Luty	39,2		25,6
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	-1,6		0,4
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Luty	4,0	3,8	3,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Luty	304	195	185
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Styczeń	1078	1123	1180
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Styczeń	1326	1299	1297

* 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