




W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o lutowej inflacji w Polsce.** Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany poziom inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen zwiększyła się w lutym do 1,1% wobec 0,9% w styczniu ze względu na wyższą dynamikę cen żywności. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami rynku, a tym samym publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w lutym do 0,2% m/m wobec -0,6% w styczniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna nie zmieniła się w lutym, po spadku o 1,2% m/m w styczniu ze względu na efekty niskiej bazy. Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej ogółem będzie jednak ograniczana przez niższą dynamikę sprzedaży w branży motoryzacyjnej i spadek cen paliw. Kontynuację spowolnienia na rynku nieruchomości w USA zasygnalizują dane o sprzedaży nowych domów (618 tys. w lutym wobec 621 tys. w styczniu). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem wskaźnik NY Empire State zwiększył się do 9,0 pkt. w marcu z 8,8 pkt. w lutym. Oczekujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczną poprawę nastrojów konsumentów w marcu (95,0 pkt. wobec 93,8 pkt. w lutym). Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W czwartek opublikowane zostaną liczne dane z chińskiej gospodarki.** Prognozujemy zmniejszenie tempa wzrostu produkcji przemysłowej (do 5,3% r/r w lutym z 5,7% w styczniu), które było już sygnalizowane przez słabe dane o eksporcie i spadek indeksu PMI dla przetwórstwa. Oczekujemy, że wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił do 7,9% r/r w lutym z 8,2% w styczniu ze względu na słabszą sprzedaż w branży motoryzacyjnej i zaburzenia związane z przesunięciem Nowego Roku Księżycowego. Prognozujemy z kolei nieznaczne zwiększenie tempa wzrostu inwestycji w aglomeracjach miejskich (do 6,1% r/r w lutym z 5,9% w styczniu) ze względu na stymulujące wzrost gospodarczy działania chińskiego rządu. Uważamy, że materializacja naszej niższej od oczekiwań rynkowych prognozy sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w Chinach będzie lekko negatywna dla kursu złotego.
- **W tym tygodniu będą miały miejsce ważne wydarzenia dotyczące dalszego przebiegu wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.** We wtorek w brytyjskim parlamencie odbędzie się ponowne głosowanie nad wynegocjowaną wcześniej umową regulującą *Brexit*. Jeśli nie zostanie ona przyjęta (co jest bardzo prawdopodobne) na środę zaplanowane jest kolejne głosowanie przeciw niekontrolowanemu wyjściu Wielkiej Brytanii z UE. Jeśli w tym głosowaniu *hard Brexit* zostanie odrzucony, w czwartek odbędzie się głosowanie nt. odsunięcia w czasie *Brexitu*. W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że brytyjski parlament podejmie w tym tygodniu decyzję o odłożeniu wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na późniejszy termin. Uważamy, że niepewność związana z dalszym przebiegiem wydarzeń wokół *Brexitu* w tym tygodniu będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** W komunikacie po posiedzeniu zmodyfikowany został zapis nt. perspektyw kształtowania się stóp procentowych w strefie euro (tzw. *forward guidance*). Obecnie EBC oczekuje, że „stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2019 r., w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne do zapewnienia dalszego trwałego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”. Wcześniej EBC komunikował, że stopy procentowe pozostaną na

niezmienionym poziomie przynajmniej do lata 2019 r. EBC jednocześnie zapowiedział uruchomienie trzeciej rundy programu TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*). Program TLTRO polega na udzielaniu bankom komercyjnym długoterminowych pożyczek mających na celu pobudzenie akcji kredytowej. Finansowanie w ramach TLTRO III będzie składało się z 7 transz, które będą uruchamiane co kwartał od września 2019 r. do marca 2021 r. Pożyczki udzielane będą na dwa lata i ich oprocentowanie będzie ustalane w oparciu o główną stopę procentową EBC. Banki uczestniczące w programie mogą zaciągać w EBC pożyczki w wysokości do 30% salda kredytów udzielonych firmom i gospodarstwom domowym. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także marcowe projekcje makroekonomiczne EBC. Zrewidowana w dół została prognoza PKB w strefie euro. Zgodnie z marcową projekcją PKB zwiększy się w 2019 r. o 1,1% (wobec 1,7% w grudniowej projekcji), w 2020 r. o 1,6% (1,7%), a w 2021 r. o 1,5% (1,5%). Wyraźne obniżenie prognozy PKB na 2019 r. wynikało z silnej rewizji dół wkładów inwestycji, eksportu netto oraz konsumpcji prywatnej. W marcowej projekcji obniżona została także ścieżka inflacji, zgodnie z którą w 2019 r. tempo wzrostu cen wyniesie 1,2% (1,6%), w 2020 r. 1,5% (1,7%), a w 2021 r. 1,6% (1,8%). Gołębi wydzwitek marcowej projekcji EBC doprowadził do osłabienia euro względem dolara.

-  **Zamówienia w niemieckim przetwórstwie obniżyły się w styczniu o 2,6% m/m wobec wzrostu o 0,9% w grudniu 2018 r., co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,5%).** Ich zmniejszenie wynikało ze spadków zarówno zamówień krajowych (-1,2% m/m w styczniu wobec +0,5% w grudniu), jak i zagranicznych (-3,6% m/m w styczniu wobec +1,4% w grudniu). Dzisiaj poznaliśmy także dane nt. dynamiki niemieckiej produkcji przemysłowej (-0,8% m/m w styczniu wobec 0,8% w grudniu), która również ukształtowała się poniżej oczekiwań rynku (0,5%). Dzisiaj opublikowane zostały również dane o niemieckim imporcie (1,5% m/m w styczniu wobec 1,2% w grudniu) oraz eksporcie (0,0% w styczniu wobec 1,5% w grudniu). Dane z niemieckiej gospodarki, w połączeniu z lutowymi wynikami badań koniunktury w niemieckim przetwórstwie (por. MAKROmapa z 25.02.2019) wskazują na wysokie prawdopodobieństwo obniżenia produkcji przemysłowej w Niemczech 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 w II kw. br. sytuacji w światowym handlu, wzrost niemieckiego PKB w 2019 r. może być niższy od naszej prognozy (1,1% wobec 1,4% w 2018 r.).
-  **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w IV kw. 2018 r. do 0,2% wobec 0,1% w III kw. (1,1% r/r IV kw. wobec 1,6% III kw.).** W kierunku przyspieszenia kwartalnego tempa wzrostu gospodarczego oddziaływały wyższe wkłady eksportu netto (0,2 pp. w IV kw. wobec -0,4 pp. w III kw.) i wydatków rządowych (0,2 pp. wobec 0,0 pp.), podczas gdy przeciwny efekt miały niższy wkład zapasów (-0,4 pp. wobec 0,3 pp.). Wkład konsumpcji prywatnej nie zmienił się IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniósł 0,1 pp. Tym samym głównymi źródłami wzrostu PKB w strefie euro w IV kw. był eksport netto oraz wydatki rządowe, podczas gdy w III kw. był to przyrost zapasów. Uwzględniając lutowe wyniki badań PMI (por. MAKROmapa z 25.02.2019), a także dane nt. nowych zamówień w niemieckim przetwórstwie (patrz powyżej) dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w I kw. br. kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro zwiększy się do 0,4%.
-  **Saldo chińskiego bilansu handlowego obniżyło się w lutym do 4,1 mld USD wobec 39,2 mld USD w styczniu, co było znacząco poniżej oczekiwań rynku (25,5 mld USD).** Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się w lutym do -20,7% r/r wobec 9,1% w styczniu, a dynamika importu spadła do -5,2% r/r wobec -1,5%, co również było wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (odpowiednio -4,5% i -1,4%). Silny spadek dynamiki eksportu i importu 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 i znacząco ją obniżyło w lutym. Niemniej nawet po wyodrębnieniu wspomnianych wyżej efektów statystycznych dane wskazują na spowolnienie zarówno popytu wewnętrznego jak i

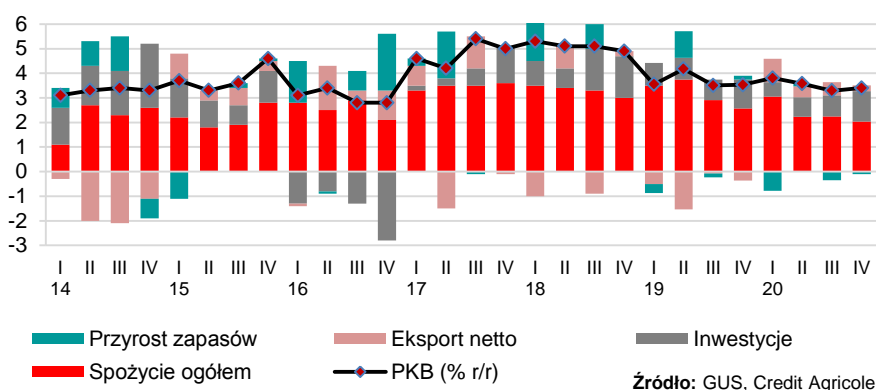
zewnątrznego. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w I poł. br. dojdzie do dalszego spowolnienia chińskiego wzrostu PKB, który w II kw. br. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 6,1% r/r. W II poł. br. przyspieszenia wzrostu gospodarczego i w konsekwencji w całym 2019 r. dynamika PKB w Chinach wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.

Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w lutym o 20 tys. wobec wzrostu o 311 tys. w styczniu (rewizja w górę z 304 tys.), co było wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (wzrost o 180 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+42,0 tys.), handlu hurtowym (+10,9 tys.) oraz sektorze finansowym (+6,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce m.in. w budownictwie (-31,0 tys.), handlu detalicznym (-6,1 tys.), sektorze rządowym (-5,0 tys.) oraz górnictwie i wycince drzew (-5,0 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się w lutym do 3,8% wobec 4,0% w styczniu, kształtując się wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,4%, por. MAKROmapa z 07.01.2019). Potwierdziła się tym samym nasza ocena sprzed miesiąca, zgodnie z którą wzrost stopy bezrobocia w styczniu, związany z *government shutdown* (por. MAKROmapa z 04.02.2019), miał charakter przejściowy. Współczynnik aktywności zawodowej w lutym nie zmienił się w porównaniu do stycznia i wyniósł 63,2%. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się w lutym do 3,4% wobec 3,1% w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (3,3%). Jednocześnie osiągnęła ona najwyższy poziom od kwietnia 2009 r. Bezpośrednio po publikacji danych o zatrudnieniu poza rolnictwem doszło do osłabienia dolara względem euro. Było ono jednak przejściowe, co w naszej ocenie wynika z odnotowanego w lutym silniejszego od oczekiwań wzrostu wynagrodzenia godzinowego, który osłabił gołębi wydźwięk danych o przyroście zatrudnienia. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również zaległe dane nt. pozwoleń na budowę (1345 tys. w styczniu wobec 1326 tys. w grudniu) oraz rozpoczętych budów domów (1230 tys. wobec 1037 tys.), które wskazały na nieznaczny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w styczniu. W zeszłym tygodniu opublikowany został także indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się w lutym do 59,7 pkt. wobec 56,7 pkt. w styczniu. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień, aktywności biznesowej oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny efekt miało obniżenie wkładu składowej dla zatrudnienia. 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% wobec 2,6% w IV kw. 2018 r.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%). W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Podobnie, jak przed miesiącem Rada podkreśliła, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie tempa wzrostu PKB. Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami przewidywana w marcowej projekcji NBP ścieżka inflacji w 2019 r. została zrewidowana znacząco w dół w porównaniu do listopadowej projekcji, co było związane głównie z niższą oczekiwaną dynamiką cen nośników energii. Zgodnie z marcową projekcją inflacja powróci do celu inflacyjnego RPP (2,5%) w 2020 r., a w 2021 r. utrzyma się na poziomie zbliżonym do celu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, mimo uwzględnienia wpływu zapowiedzianego przez rząd pakietu fiskalnego (por. MAKROmapa z 25.02.2019), w projekcji marcowej utrzymana została spadkowa trajektoria tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Na konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP A. Głapiński podtrzymał swoją ocenę dotyczącą perspektyw stóp procentowych, sygnalizując ich możliwą stabilizację w latach 2019-2020. W jego ocenie, choć wpływ zapowiedzianego pakietu fiskalnego na dynamikę PKB będzie "znaczący", jego wprowadzenie nie przyczyni się do istotnego zwiększenia inflacji i tym samym wzrostu

prawdopodobieństwa podwyżek stóp procentowych w tym i w przyszłym roku (por. MAKROpuls z 06.03.2019). Wypowiedzi A. Glapińskiego oraz wyniki marcowej projekcji inflacji stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się do końca 2019 r. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą ich pierwsza podwyżka (o 25 pb) nastąpi w marcu 2020 r. Dostrzegamy jednak ryzyko w dół dla naszej prognozy stóp NBP w 2020 r. związane z utrzymującym się spowolnieniem wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz zmianą nastawienia EBC na bardziej gołębie.

Prognozy na lata 2019 – 2020



Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 8). Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w 2019 r. wyniesie 3,7% r/r (3,3% przed rewizją), a w 2020 r. będzie równe

3,5% (wobec 3,2% w poprzedniej prognozie). Rewizja w górę prognozowanej przez nas dynamiki PKB wynika z uwzględnienia dwóch czynników: wyższego punktu startowego (wyższa od oczekiwań dynamika PKB w IV kw. ub. r.) oraz wpływu pakietu fiskalnego ogłoszonego przez rząd.

Na pierwszy rzut oka mogłoby się wydawać, że planowane przez rząd dodatkowe wydatki publiczne (por. MAKROmapa z 25.02.2018) przyczynią się do wyraźnego pobudzenia wzrostu gospodarczego. Zgodnie z szacunkami rządu, realizacja tzw. „Nowej Piątki PiS” będzie w wariantcie skrajnym kosztowała 42 mld zł rocznie (ok. 2% PKB). Naszym zdaniem, wyższe wydatki publiczne i transfery tylko w ograniczonym stopniu będą czynnikiem dynamizującym PKB. Biorąc pod uwagę harmonogram implementacji poszczególnych propozycji rządu szacujemy, że koszty pakietu fiskalnego wyniosą ok. 23 mld zł w br. Kluczowy dla oszacowania skali impulsu fiskalnego (tj. strukturalnego rozluźnienia polityki fiskalnej) będzie sposób finansowania planów rządu. Uważamy, że część wydatków zostanie sfinansowana z zysku NBP za 2018 r. (szacowanego przez nas na ok. 6 mld zł) oraz rezerwy w budżecie państwa (1 mld zł), która została utworzona na wypadek konieczności uzupełnienia wpłat do budżetu Unii Europejskiej w związku z *hard Brexitem*. Uważamy, że prawdopodobieństwo niekontrolowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE jest ograniczone, co pozwoli na rozwiązanie tej rezerwy. Wspomniane środki (łącznie 7 mld zł, 0,3% PKB) w normalnych warunkach nie stanowiłyby części popytu krajowego, a tym samym ich wykorzystanie oznacza strukturalne rozluźnienie polityki fiskalnej i jest czynnikiem dynamizującym wzrost PKB w 2019 r. Uważamy, że brakujące 16 mld zł potrzebne na realizację „Nowej Piątki PiS” w br. zostanie sfinansowane dzięki wdrażaniu zaproponowanych przez rząd działań polegających m.in. na dalszym uszczelnieniu systemu podatkowego lub niezrealizowaniu niektórych zaplanowanych na ten rok wydatków publicznych (np. inwestycji). Jest to zatem działanie polegające na redystrybucji dochodów i nie stanowi dodatkowego impulsu fiskalnego. Ponadto, pole do zwiększenia wydatków sektora finansów publicznych w 2019 r. ograniczane jest przez tzw. stabilizującą regułę wydatkową, która określa ich limit. Jest on wyznaczony jako iloczyn wydatków dopuszczalnych rok wcześniej, średniej dynamiki PKB, skorygowanej odpowiednim wskaźnikiem oraz celu inflacyjnego NBP. Limit zostaje również powiększony o wartość istotnych dochodów z działań jednorazowych i tymczasowych po stronie dochodów.

W przeciwieństwie do 2019 r., w 2020 r. brak jest jednorazowych, dodatkowych źródeł finansowania zwiększonych wydatków publicznych. Wzrost dochodów do budżetu państwa związany z działaniami uszczelniającymi system podatkowy, dodatkowymi wpływami wynikającymi ze zwiększonej konsumpcji oraz poprawą funkcjonowania administracji publicznej szacowany są przez rząd w wersji skrajnej na 28 mld zł rocznie. Oznacza to lukę w finansowaniu obietnic rządowych równą 14 mld zł (0,7% PKB) w 2020 r. Naszym zdaniem zostanie ona częściowo uzupełniona poprzez ograniczenie spożycia publicznego i inwestycji realizowanych na szczeblu centralnym. W rezultacie deficyt sektora finansów publicznych zwiększy się tylko w ograniczonym zakresie w 2020 r.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje uważamy, że działania rządu przyczynią się do podbicia dynamiki PKB o ok. 0,3 pkt. proc. w br. i o 0,1-0,2 pkt. proc. w 2020 r. Impuls fiskalny nie będzie rozłożony równomiernie w czasie. Naszym zdaniem w największym stopniu przyczyni się on do wzrostu PKB w II kw. br. Wówczas zostanie wypłacona duża część transferów (10 mld zł – trzynaste emerytury), a nie zostaną jeszcze uruchomione w pełni działania polegające na uszczelnieniu systemu podatkowego, co doprowadzi do wzrostu deficytu strukturalnego. W kolejnych kwartałach, stopniowa implementacja rozwiązań zapewniających dodatkowe dochody do budżetu będzie oddziaływała w kierunku ograniczenia impulsu fiskalnego.

Rozluźnienie polityki fiskalnej będzie oddziaływało przede wszystkim w kierunku zwiększenia dynamiki konsumpcji. Uważamy, że z uwagi na profil czasowy pakietu fiskalnego osiągnie ona lokalne maksimum na poziomie 5,4% r/r w II kw. br. i będzie głównym motorem wzrostu gospodarczego w całym horyzoncie prognozy. Oprócz pakietu fiskalnego, wsparciem dla spożycia prywatnego będzie dobra sytuacja na rynku pracy. Uważamy, że dynamika wynagrodzeń będzie kształtowała się na wyższym poziomie niż w naszej poprzedniej prognozie. Zgodnie z najnowszymi danymi, napływ imigrantów z Ukrainy 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. Skala wzrostu wynagrodzeń będzie natomiast ograniczana przez utrzymującą się silną konkurencję na rynku towarów i usług, która w połączeniu z niską inflacją u głównych partnerów handlowych Polski będzie hamować wzrost cen. Ponadto, czynnikiem ograniczającym wzrost płac będą Pracownicze Programy Kapitałowe, które oddziałują w kierunku wzrostu kosztów pracy ponoszonych przez przedsiębiorstw. W rezultacie oczekujemy, że dynamika nominalnych wynagrodzeń wyniesie 7,6% r/r w 2019 r. i 7,0% w 2020 r. wobec 7,2% w 2018 r. Rosnące trudności przedsiębiorstw ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą ograniczały wzrost zatrudnienia poza rolnictwem, którego tempo spadnie z 0,9% r/r w 2018 r. do 0,4% w 2019 r. i 0,2% w 2020 r.

Stopniowo będzie się również wyczerpywał pozytywny wpływ ożywienia inwestycyjnego na tempo wzrostu gospodarczego. Ze względu na cykl polityczny (ustępująca inwestycyjna „górką” w jednostkach samorządu terytorialnego z 2018 r. związana z wyborami samorządowymi), jak również ograniczoną przestrzeń w budżecie centralnym do zwiększania inwestycji publicznych, oczekujemy stopniowego spowolnienia wzrostu publicznych nakładów brutto na środki trwałe. Dynamika inwestycji firm również będzie kształtowała się w trendzie spadkowym (z uwagi na krótki cykl inwestycyjny), ale ze względu na pozytywny wpływ rozluźnienia polityki fiskalnej i poprawę globalnej koniunktury (patrz poniżej) oczekujemy tylko umiarkowanej skali spowolnienia inwestycji w tym segmencie. W rezultacie prognozujemy, że tempo wzrostu inwestycji ogółem będzie równe 5,3% r/r średniorocznie w 2019 r. i 4,8% w 2020 r. wobec 7,3% w 2018 r.

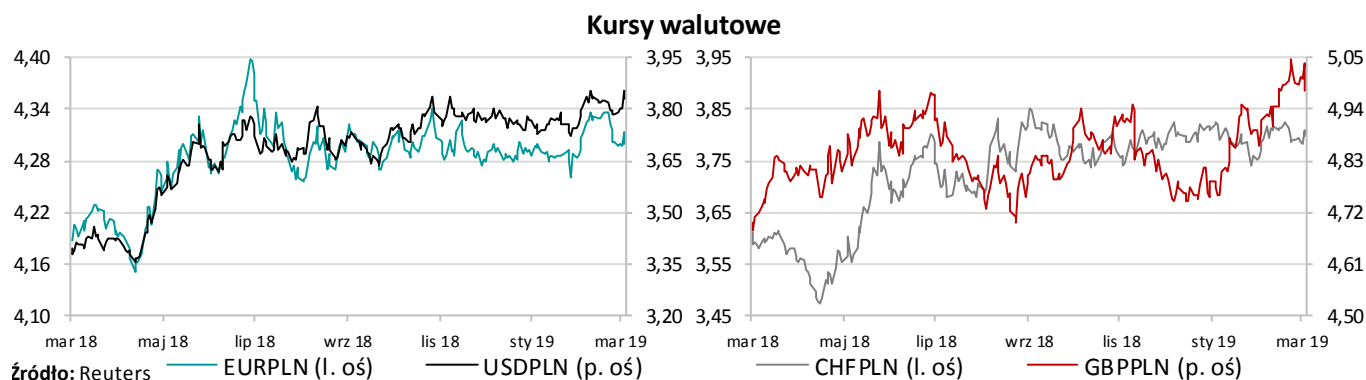
Napływające wyniki badań koniunktury i dane dotyczące realnej sfery gospodarki strefy euro (w tym w szczególności Niemiec) za IV kw. ub. r. i I kw. br. okazały się gorsze od naszych oczekiwań, co przyczyniło się do obniżenia naszych prognoz wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty na 2019 r. i 2020 r. Niemniej

jednak nadal uważamy, że obserwowane obecnie spowolnienie w światowym handlu ma charakter przejściowy. Polityka realizowana przez Chiński rząd i Ludowy Bank Chin będzie oddziaływała w kierunku pobudzenia wzrostu gospodarczego w Chinach. Ożywienie popytu w Chinach przyczyni się naszym zdaniem w II poł. br. do przyspieszenia produkcji przemysłowej i eksportu w Niemczech, w tym w szczególności w branży motoryzacyjnej. Ponadto, w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że porozumienie na linii USA-Chiny zostanie osiągnięte, a tym samym działania protekcyjności w handlu zagranicznym zostaną złagodzone. Powyższe czynniki będą miały pozytywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, a tym samym również polskiego eksportu. Pozytywny wpływ tych tendencji na tempo wzrostu PKB (poprzez zmiany wkładu eksportu netto) będzie ograniczony ze względu na jednocześnie utrzymujące się wysokie tempo importu wspierane przez silny popyt krajowy.

Nie zmieniliśmy naszej prognozy średniorocznej inflacji w 2019 r. (1,5% r/r) i 2020 r. (2,0%), chociaż jej profil będzie odmienny od naszych wcześniejszych prognoz. Inflacja CPI ukształtowała się bowiem poniżej naszych oczekiwań styczniu, co obniża punkt startowy prognozy. W horyzoncie prognozy nadal spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji bazowej do 1,6% w 2019 r. i 2,0% 2020 r. Będzie on wspierany przez wzrost jednostkowych kosztów pracy następujący w warunkach nieznacznego wzrostu inflacji bazowej w strefie euro. Uważamy, że ceny prądu zostaną „odmrożone” w 2020 r., co przyczyni się do lekkiego wzrostu inflacji ogółem w przyszłym roku. W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego przyspieszenia tempa wzrostu cen żywności związanego z wyższą dynamiką cen warzyw, pieczywa oraz cukru (efekt ubiegłorocznej suszy), a także mięsa (ze względu na prognozowany przez nas wzrost cen wieprzowiny i drobiu). Przeciwny wpływ będzie miał spadek dynamiki cen w kategorii „mleko, sery i jaja” oraz „oleje i tłuszcze”, z uwagi na efekty wysokiej bazy sprzed roku. W II poł. 2019 r., przy założeniu, że warunki agrometeorologiczne w kraju i na świecie ukształtują się na poziomie średniej wieloletniej, oczekujemy spowolnienia wzrostu cen żywności. W 2020 r. prognozujemy nieznaczny spadek dynamiki cen żywności w porównaniu do 2019 r., głównie ze względu na niższe tempo wzrostu cen w kategoriach „pieczywo i produkty zbożowe”, „warzywa” oraz „cukier”.

Podtrzymaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że pakiet fiskalny nie przyczyni się do wyraźnego pobudzenia inflacji. Nasz ocena jest zgodna z najnowszą projekcją NBP i wypowiedziami wypowiedzi Prezesa NBP na konferencji po ostatnim posiedzeniu RPP (por. MAKROpuls z 06.03.2019). W rezultacie uważamy, że RPP nie zmieni stóp procentowych do marca 2020 r. Jest on spójny o oczekiwanym przez nas w średnim terminie kształtem polityki monetarnej w strefie euro (stabilizacja stóp procentowych EBC co najmniej do końca br., patrz powyżej). Uważamy, że stopy procentowe w Polsce zostaną podniesione dwukrotnie w 2020 r. (w marcu i listopadzie) o łącznie 50 pb. Nie zmieniliśmy również naszej prognozy kursu EURPLN. Uważamy, że od połowy br. będziemy mieć do czynienia ze stopniowym umocnieniem polskiej waluty do 4,25 względem euro na koniec 2019 r. i 4,15 na koniec 2020 r. wspieranym przez spadek awersji do ryzyka w związku z poprawą perspektyw globalnego wzrostu światowego.

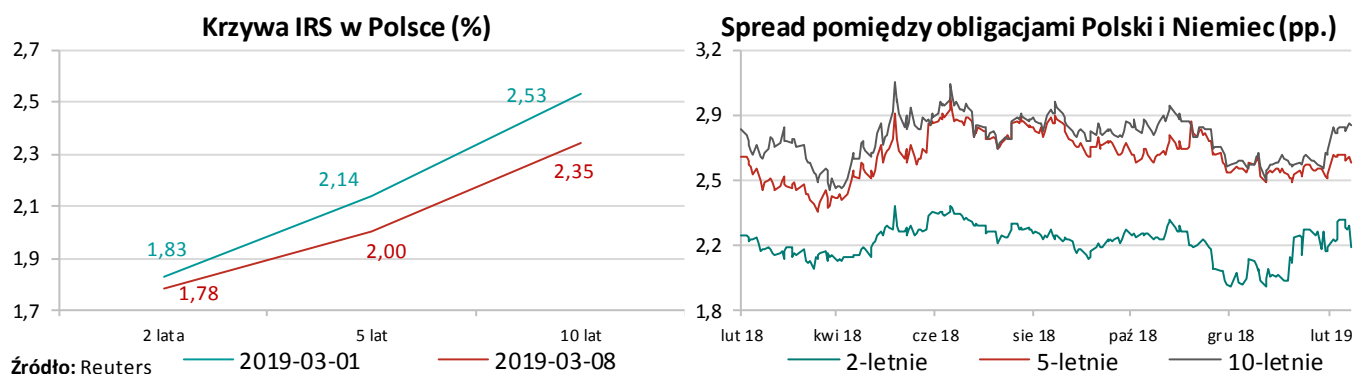
Dane z Chin mogą osłabić złotego



Na koniec ubiegłego tygodnia kurs EURPLN ukształtował się na poziomie 4,2997 (brak zmiany w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). Od poniedziałku do czwartku kurs EURPLN charakteryzował się niską zmiennością i oscylował wokół poziomu 4,30. W czwartek doszło do osłabienia złotego w reakcji na gołębi wydzźwięk opublikowanych przez EBC projekcji makroekonomicznych (patrz powyżej). W piątek doszło do korekty, przejściowo wspieranej przez słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy.

W ubiegłym tygodniu doszło do osłabienia euro względem dolara w reakcji na wspomniany wyżej gołębi wydzźwięk opublikowanej przez EBC marcowej projekcji makroekonomicznej. Publikacja słabszych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA doprowadziła tylko do przejściowego osłabienia dolara względem euro. W efekcie w ubiegłym tygodniu doszło również do deprecjacji złotego względem dolara (o 1,1%)

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich), które mogą doprowadzić do lekkiego osłabienia złotego. Podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty może sprzyjać zwiększona niepewność wokół *Brexitu*. Przewidziane w tym tygodniu liczne publikacje danych z USA (sprzedaż detaliczna, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan i indeks NY Empire State) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralne dla polskiej waluty będą w naszej ocenie także krajowe dane o inflacji.


Krajowe dane o inflacji w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 1,78 (spadek o 5pb), 5-letnie do 2,00 (spadek o 14pb), a 10-letnie do 2,35 (spadek o 18pb). Przez cały ubiegły tydzień obserwowany był spadek stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim. W czwartek istotnym czynnikiem sprzyjającym obniżeniu stawek IRS była publikacja gołębiej projekcji makroekonomicznej przez EBC. W piątek odbyła się aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 5-, 9- i 10-letnich terminach zapadalności za 5,0 mld PLN przy popycie równym 9,2 mld PLN. Silny popyt na aukcji sprzyjał pogłębieniu obserwowanego w ubiegłym tygodniu spadku stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o inflacji. Uważamy jednak, że nie będzie ona miała istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą naszym zdaniem również liczne przewidziane na ten tydzień publikacje danych z USA (sprzedaż detaliczna, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan i indeks NY Empire State). W kierunku zwiększonej zmienności stawek IRS może oddziaływać natomiast podwyższona niepewność wokół *Brexitu*.

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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	2019				2020				2018	2019	2020	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,5	4,2	3,5	3,5	3,8	3,6	3,3	3,4	5,1	3,7	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	5,4	4,1	4,2	4,4	3,4	3,4	3,5	4,6	4,6	3,7	
Inwestycje (% r/r)	7,7	5,5	4,7	4,7	4,7	4,9	4,8	5,0	7,3	5,3	4,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,5	5,0	6,3	5,8	7,8	8,4	8,6	8,4	6,2	5,9	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	7,9	8,3	6,8	6,9	6,4	8,0	8,1	8,3	7,0	7,5	7,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,9	3,2	2,4	2,1	2,8	2,0	2,0	1,8	2,7	2,7	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,9	0,9	0,8	1,2	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3	1,0	0,9
	Eksport netto (pp.)	-0,5	-1,5	-0,1	-0,4	0,9	0,4	0,5	0,2	-0,2	-0,7	0,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-1,0	-1,4	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,2	
Stopa bezrobocia (%)**	6,0	5,5	5,7	5,8	6,0	5,5	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,9	0,4	0,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	8,2	7,7	7,2	7,1	7,4	7,1	6,6	6,8	7,2	7,6	7,0	
Inflacja CPI (%)*	1,2	1,5	1,6	1,7	2,0	1,9	2,1	2,2	1,6	1,5	2,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,72	1,72	1,72	1,80	1,97	1,97	2,14	2,30	1,72	1,80	2,30	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,30	4,33	4,29	4,25	4,23	4,21	4,19	4,15	4,29	4,25	4,15	
USDPLN**	3,74	3,73	3,64	3,54	3,47	3,40	3,33	3,24	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 11.03.2019r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-0,4		0,5
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Styczeń	19,4		
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-1,2	0,0	-0,1
15:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Grudzień	-0,1		0,6
Wtorek 12.03.2019r.						
13:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Luty	0,0	0,2	0,2
13:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Luty	0,2	0,2	0,2
Środa 13.03.2019r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-0,9		1,0
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Styczeń	1,2	0,7	-0,7
Czwartek 14.03.2019r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Styczeń	8,2	7,9	8,1
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Styczeń	5,7	5,3	5,5
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Styczeń	5,9	6,1	6,0
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Styczeń	621	618	620
Piątek 15.03.2019r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	0,9	1,1	1,1
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Luty	1,5		1,5
13:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	8,8	9,0	10,0
14:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	-0,6	0,2	0,4
14:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Luty	78,2	78,2	78,5
15:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	93,8	95,0	95,5

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters