

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych marcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w marcu do 52,2 pkt. wobec 51,9 pkt. w lutym. Uważamy, że na lekki wzrost wskaźnika złożyły się pogorszenie koniunktury w Niemczech i jej poprawa we Francji. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne dla oceny trwałości obserwowanego w ostatnich kwartałach spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty i perspektyw światowego handlu. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Rynek oczekuje, że jego wartość zwiększyła się do -11,0 pkt. w marcu z -13,4 pkt. w lutym. Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma status quo w polityce pieniężnej – docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej równy [2,25%; 2,50%]. Uważamy, że podczas konferencji prezes FED będzie wypowiadał się w podobnym tonie jak po styczniowym posiedzeniu. Powtórzy on najprawdopodobniej, że w świetle bieżącej sytuacji w światowej gospodarce i na rynkach finansowych, a także ograniczonej presji inflacyjnej Rezerwa Federalna może pozwolić sobie na „cierpliwość” podejmując decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie najnowsza projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że prognozowane tempo wzrostu gospodarczego i inflacja zostaną zrewidowane w dół w porównaniu do grudniowej projekcji, a ścieżka stopy bezrobocia nie zostanie istotnie zmieniona. W naszej ocenie mediana oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych na koniec 2019 r. zostanie obniżona o 25 pb do [2,50%; 2,75%]. Skala zacieśniania polityki pieniężnej w 2019 r. wskazana w projekcji będzie zgodna z naszym scenariuszem oraz wyższa od obecnych oczekiwań rynkowych (wyceniają one niepełną obniżkę stóp procentowych w br.). Konferencja po posiedzeniu FOMC oraz publikacja projekcji makroekonomicznej będą naszym zdaniem oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach.
- **W tym tygodniu poznamy dane z USA.** Opublikowane zostaną m.in. dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,07 mln w lutym wobec 4,94 mln w styczniu), które wskażą na lekki wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości po jej spadku w ostatnich miesiącach. Opublikowane zostaną również wyniki badań koniunktury w USA. Naszym zdaniem indeks Philadelphia FED wzrósł do 7,0 pkt. w marcu z -4,1 pkt. w lutym. Publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 1617 mln EUR wobec -1400 mln EUR w grudniu ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 2,3% r/r w grudniu do 6,2% w styczniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 3,0% r/r do 6,4%. W kierunku zwiększenia obu dynamik oddziaływała korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowane zostaną lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła 2,9% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się naszym zdaniem do 7,2% r/r w lutym wobec 7,5% w styczniu ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- **W środę poznamy dane o lutowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 3,5% r/r wobec 6,1% w styczniu. W kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi niski marcowy odczyt indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa (por. MAKROpuls z 1.03.2019). Uważamy, że materializacja naszej niższej od konsensusu (4,8%) prognozy będzie oddziaływała w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji
- **W czwartek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w lutym do 6,8% r/r wobec 6,6% w styczniu.** Na jej nieznaczny nominalny wzrost złożyły się efekty niskiej bazy sprzed roku, szybszy wzrost cen oraz niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Uważamy, że materializacja naszej wyższej od konsensusu (6,3%) prognozy będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **Inflacja CPI zwiększyła się w lutym do 1,2% r/r wobec 0,7% w styczniu.** Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, paliw, a także wyższej inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w lutym do 1,0% wobec 0,6% w styczniu. GUS opublikował również zrewidowane wagi w koszyku inflacji CPI (por. MAKROpuls z 15.03.2019). W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego łagodnego zwiększenia rocznej dynamiki cen do 2,0% r/r na koniec 2019 r., wspieranej przez stopniowy wzrost inflacji bazowej i przyspieszenie wzrostu cen żywności, podczas gdy przeciwny efekt będzie miało obniżenie dynamiki cen paliw. W konsekwencji, w całym 2019 r. inflacja utrzyma się na poziomie wyraźnie poniżej celu RPP, co jest zgodne z naszym scenariuszem stabilizacji stóp procentowych NBP w całym 2019 r. (pierwsza podwyżka w marcu 2020 r.).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Inflacja CPI w lutym zwiększyła się do 0,2% m/m wobec 0,0% w styczniu (1,5% r/r w lutym wobec 1,6% w styczniu), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen nośników energii oraz żywności, podczas gdy przeciwny efekt miał spadek inflacji bazowej do 0,1% m/m w lutym wobec 0,2% w styczniu (2,1% r/r w lutym wobec 2,2% w styczniu). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także zaległe dane nt. nominalnej sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w styczniu do 0,2% m/m wobec spadku o 1,6% w grudniu. Bez uwzględnienia samochodów nominalna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 0,9% m/m wobec -2,1%. Jej zwiększenie wynikało z wyższej dynamiki sprzedaży w większości kategorii. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. produkcji przemysłowej, której dynamika zwiększyła się w lutym do 0,1% m/m wobec -0,4% w styczniu, co było poniżej oczekiwań rynku (0,4%). Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji w dostarczaniu mediów oraz przetwórstwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w lutym do 78,2% wobec 78,3% w styczniu. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również zaległe dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w styczniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 1,3% w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,5%). Bez uwzględnienia środków transportu zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w styczniu o 0,1% wobec wzrostu o 0,3% w grudniu. Na uwagę zasługuje wzrost rocznej dynamiki zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (4,1% w styczniu wobec 2,1% w grudniu), co zmniejsza sygnalizowane w grudniowych danych wysokie prawdopodobieństwo wyraźnego spowolnienia inwestycji w kolejnych kwartałach. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także zaległe dane nt. sprzedaży nowych domów (607 tys. w styczniu wobec 652 tys. w grudniu), które wskazały na obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w styczniu. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie

sytuacji w przetwórstwie w stanie Nowy Jork wskazał indeks NY Empire State, który zmniejszył się w marcu do 3,7 pkt. wobec 8,8 pkt. w lutym. Poprawę nastrojów konsumenckich zasygnalizował natomiast wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w marcu do 97,8 pkt. wobec 93,8 pkt., co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (95,3 pkt.). Jego wzrost wynikał z wyższych wartości składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. 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.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z Chin.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w lutym do 5,3% r/r wobec 5,7% w styczniu, co było poniżej oczekiwań rynku (5,6%). Nieznacznie zwiększyło się natomiast tempo wzrostu inwestycji w aglomeracjach miejskich, które w lutym wyniosło 6,1% wobec 5,9% w styczniu przy oczekiwaniach równych 6,0%. Dynamika sprzedaży detalicznej w lutym nie zmieniła się w porównaniu do stycznia i wyniosła 8,2%, kształtując się nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego. Mieszane dane z Chin nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą w I poł. br. dojdzie do dalszego spowolnienia chińskiego wzrostu PKB, który w II kw. br. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 6,1% r/r. W II poł. br. oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego i w konsekwencji w całym 2019 r. dynamika PKB w Chinach wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.

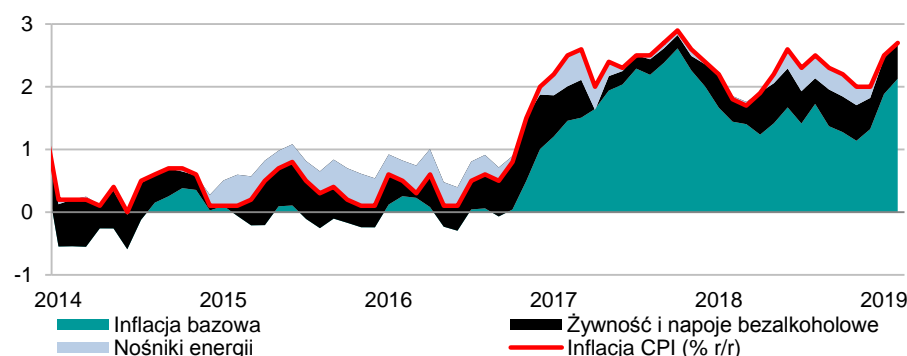
✓ **W ubiegłym tygodniu w brytyjskim parlamencie odbyła się seria głosowań w sprawie *Brexitu*.** We wtorek brytyjski parlament po raz drugi odrzucił projekt umowy dotyczącej *Brexitu*, który premier T. May wynegocjowała z UE. W środę brytyjski parlament zagłosował przeciwko wyjściu Wielkiej Brytanii z UE bez umowy (tzw. *hard Brexit*). W czwartek zagłosowano przeciwko przeprowadzeniu kolejnego referendum w sprawie *Brexitu*. Jednocześnie brytyjski parlament poparł rządową propozycję opóźnienia *Brexitu* do 30 czerwca br. w sytuacji, gdy w zaplanowanym na wtorek głosowaniu projekt umowy dotyczącej *Brexitu* wynegocjowany przez T. May zostanie przyjęty. T. May zapowiedziała, że odrzucenie projektu po raz trzeci wiązałoby się z koniecznością znacznego odłożenia momentu *Brexitu* w czasie i wzięcia przez Wielką Brytanię udziału w wyborach do Parlamentu Europejskiego. Zgodnie z artykułem 50 Traktatu o Unii Europejskiej decyzja w sprawie ewentualnego przesunięcia w czasie momentu wyjścia Wielkiej Brytanii z UE zostanie podjęta na szczycie Rady Europejskiej 21-22 marca i będzie wymagała poparcia wszystkich pozostałych 27 członków UE. Niezależnie od wyniku wtorkowego głosowania w naszym scenariuszu bazowym nie zakładamy wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy. Jednocześnie uwzględniając wypowiedzi czołowych unijnych polityków, m.in. przewodniczącego Rady Europejskiej D. Tuska, w przypadku ewentualnego odłożenia *Brexitu* w czasie jego odroczenie musiałoby być znaczące, co jest też spójne ze stanowiskiem T. May. Ze względu na wspomniane wyżej wydarzenia w tym tygodniu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu EURGBP, a w konsekwencji kursu GBPPLN.

## ✓ Kiedy CNB znów podniesie stopy procentowe?

Narodowy Bank Czech (CNB) demonstrował w ostatnich kwartałach bardzo skrupulatne podejście do celu inflacyjnego ( $2,0 \pm 1,0\%$  r/r). Realizując swój mandat, od III kw. 2017 r. CNB stopniowo normalizował politykę pieniężną, łącznie siedmiokrotnie podnosząc stopy procentowe do obecnego poziomu równego 1,75%. Przedstawiona w lutowym raporcie o inflacji prognoza 2-tygodniowej stopy repo implikowała zacieśnienie polityki pieniężnej w lutym br., a następnie jej złagodzenie w III kw. br. Taki scenariusz uważamy za skrajnie mało prawdopodobny. Częste zmiany stopy procentowej oddziaływałyby bowiem w kierunku spadku wiarygodności CNB. Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz dotyczący perspektyw polityki pieniężnej w Czechach i naszą prognozę kursu EURCZK i PLNCZK.

W scenariuszu bazowym oczekujemy, że CNB podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2019 r. (w maju i listopadzie) do 2,25% na koniec roku. Napływające w ostatnim czasie dane makroekonomiczne i wypowiedzi przedstawicieli CNB sygnalizują jednak rosnące ryzyko wcześniejszych podwyżek stóp procentowych.

Kluczowe dla oceny przyszłych decyzji w polityce pieniężnej CNB jest sprawdzenie jak bieżąca sytuacja makroekonomiczna odbiega od prognoz przedstawionych w projekcji – w szczególności w zakresie kursu walutowego korony czeskiej, inflacji i tempa wzrostu gospodarczego. W ostatnich latach odstępstwa od scenariusza zarysowanego w projekcji, które wskazywały na ryzyko nawet nieznacznego, ale trwałego przestrzelenia celu inflacyjnego CNB, skutkowały reakcją ze strony banku centralnego.



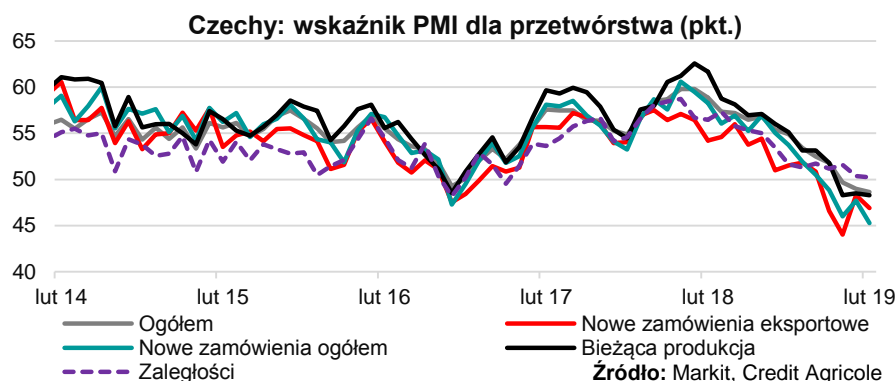
Źródło: Datastream, Credit Agricole

Średnia wartość kursu EURCZK w okresie styczeń-marzec br. wyniosła 25,7 – blisko poziomu zakładanego w projekcji CNB (25,6 w I kw.). Z kolei inflacja CPI w styczniu (2,5% r/r) i lutym (2,7%) ukształtowała się na poziomach wyższych o odpowiednio 0,5 pkt. proc. i 0,3 pkt. proc. niż prognozował CNB. Były to jednocześnie wartości powyżej celu inflacyjnego CNB. Realizacja danych

makroekonomicznych zaskoczyła CNB w górę również w kontekście tempa wzrostu gospodarczego. Dynamika PKB w IV kw. ub. r. wyniosła 2,8% r/r, wobec 2,3% oczekiwanych w lutowej projekcji. Napływające dane makroekonomiczne sygnalizują zatem rosnące prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w Czechach w najbliższych miesiącach.

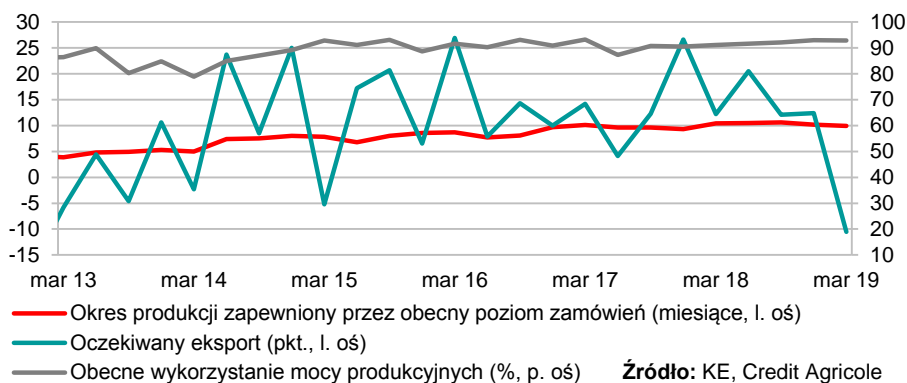
Ryzyko szybszego niż założonego w projekcji CNB tempa zacieśniania polityki pieniężnej w Czechach sygnalizuje również jastrzębi ton ostatniej wypowiedzi T. Holuba, członka zarządu CNB. Uważa on, że stopy procentowe w Czechach mogą zostać podniesione w tym roku dwukrotnie. Nie wykluczał on scenariusza, w którym decyzja o podwyżce zostanie podjęta już na najbliższym, marcowym posiedzeniu CNB.

Uważamy, że obecny stan koniunktury gospodarczej nie stanowi mocnego argumentu na rzecz powstrzymania się od dalszego zacieśniania polityki pieniężnej w Czechach. Pomimo wyraźnego spowolnienia wzrostu PKB w Niemczech (w tym w szczególności dekoniunktury w branży motoryzacyjnej) czeska gospodarka pozostaje dosyć



Źródło: Markit, Credit Agricole

odporna na osłabienie popytu zagranicznego. W warunkach wolniejszego napływu nowych zamówień, czescy przetwórcy realizują zaległości produkcyjne, co pozwala utrzymać wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych. Co więcej, zgodnie z wynikami badań koniunktury (PMI) zaległości produkcyjne w czeskim przetwórstwie, po ich dużym wzroście w ostatnich kwartałach, nie zmniejszają się w ostatnich miesiącach, co świadczy o dużym buforze bezpieczeństwa w przypadku wystąpienia silniejszego spowolnienia gospodarczego za granicą.



Źródło: KE, Credit Agricole

W kontekście oceny perspektyw gospodarczych Czech szczególnie istotna jest koniunktura w branży motoryzacyjnej. Produkcja w tej kategorii stanowi bowiem jedną czwartą czeskiego PKB, a jej eksport to ok. 20% całkowitego eksportu z Czech. Współczynniki te kształtują się na zdecydowanie wyższych poziomach niż w przypadku Polski i Węgier. Należy jednak zwrócić

uwagę, że osłabienie popytu ze strony Niemiec (stanowiących odbiorcę 30% czeskiego eksportu pojazdów i części) jest głównie widoczne w ocenie przyszłych zamówień eksportowych. Z kolei ocena bieżącej sytuacji (ze względu na wspomniane zaległości produkcyjne) wygląda dosyć korzystnie. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w branży motoryzacyjnej utrzymuje się na wysokim, przekraczającym 90%, poziomie, a zgodnie z ocenami przedsiębiorstw obecny poziom zamówień zapewnia nieprzerwany okres produkcji przez ok. 10 miesięcy.

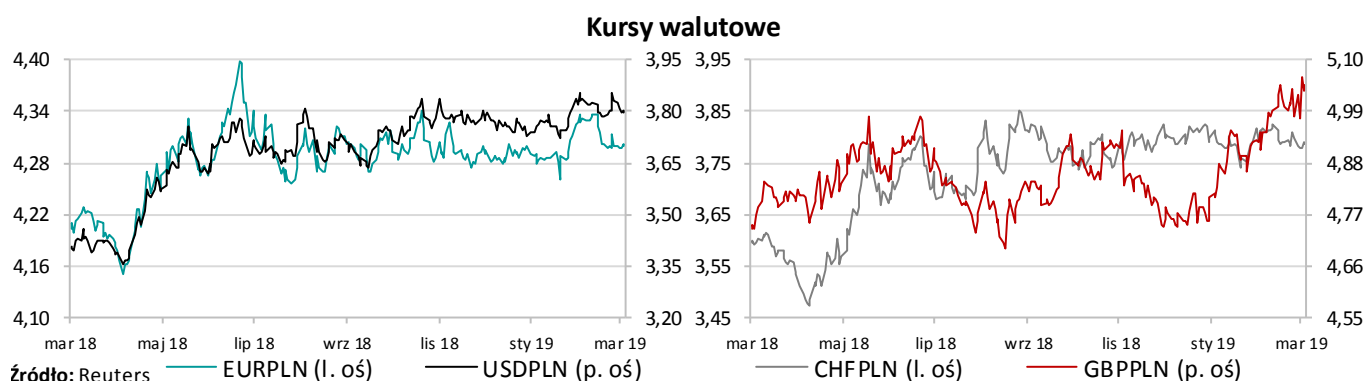
Zakładając, zgodnie z naszym scenariuszem bazowym, że obserwowane obecnie spowolnienie w światowym handlu ma charakter przejściowy i w II poł. br. nastąpi przyspieszenie światowego wzrostu gospodarczego, to ewentualne zacieśnienie polityki pieniężnej przez CNB nie stanowiłoby ryzyka dla trwałości ożywienia gospodarczego w Czechach. Należy również zwrócić uwagę, że CNB stara się możliwie szybko znormalizować politykę pieniężną (tj. doprowadzić stawkę PRIBOR 3M do poziomu stopy równowagi równej ok. 3,00%), o ile pozwalają na to warunki makroekonomiczne. Celem takiego działania jest stworzenie bufora w polityce pieniężnej na wypadek przyszłego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej ścieżki stóp procentowych w Czechach. Uważamy jednak, że CNB będzie wolał wstrzymać się z decyzją o podwyżce stóp do maja. Do tego czasu napłyną kolejne dane pozwalające lepiej ocenić perspektywy sytuacji gospodarczej w kraju oraz za granicą. Dodatkowo CNB będzie dysponować kolejną projekcją inflacji.

Czynnikiem skłaniającym CNB do odłożenia decyzji o podwyżce stóp może być również niepewność dotycząca dalszego rozwoju wydarzeń związanych z *Brexitem*. Naszą ocenę wspierają wypowiedzi T. Holuba, który stwierdził, że ewentualne niekontrolowane wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej byłoby argumentem za poczekaniem z zacieśnieniem polityki pieniężnej co najmniej do maja. Uważamy, że ostatecznie *hard Brexit* nie będzie miał miejsca, jednak podwyższona niepewność dotycząca dalszego przebiegu procesu wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (patrz powyżej) stanowi wsparcie dla naszego scenariusza podwyżki dopiero w maju, zamiast w marcu.

Stopniowe zacieśnienie polityki pieniężnej w Czechach (oczekujemy jeszcze jednej podwyżki stóp w III kw. 2020 r.) będzie oddziaływało w kierunku łagodnego umocnienia kursu korony względem euro (kurs EURCZK równy 25,20 na koniec 2019 r. i 24,70 na koniec 2020 r.). Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas kształtowanie się kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) prognozujemy, że kurs PLNCZK wyniesie 5,93 na koniec br. i 5,95 na koniec 2020 r.

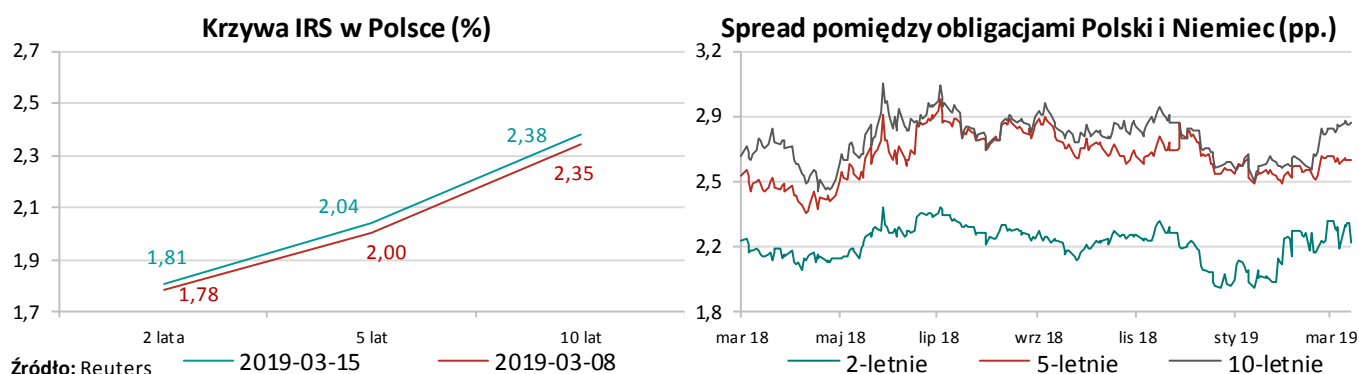
## Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego



**Na koniec ubiegłego tygodnia kurs EURPLN nie zmienił się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniósł 4,2994.** Od poniedziałku do środy kurs EURPLN charakteryzował się niską zmiennością i oscylował wokół poziomu 4,29. W czwartek i piątek złoty lekko się osłabił czasowo przekraczając poziom 4,30 za euro, jednak na koniec tygodnia doszło do korekty. Liczne dane ze światowej gospodarki, a także krajowe dane o inflacji nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

Z wysoką zmiennością mieliśmy natomiast do czynienia w przypadku kursu EURGBP, co związane było z licznymi ważnymi głosowaniami w brytyjskim parlamencie w sprawie *Brexitu* (patrz wyżej). Ostatecznym wynikiem głosowań było zmniejszenie ryzyka niekontrolowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, co znalazło odzwierciedlenie w umocnieniu funta względem euro. W konsekwencji w ubiegłym tygodniu doszło do osłabienia złotego względem funta (o 1,4%).

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą krajowe dane o produkcji przemysłowej. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy mogą one oddziaływać w kierunku osłabienia polskiej waluty. Przeciwny wpływ będą miały naszym zdaniem dane o polskiej sprzedaży detalicznej. Pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. W środę możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego ze względu na posiedzenie FOMC. Dane z USA (indeks Philadelphia FED oraz sprzedaż domów na rynku wtórnym), a także zaplanowane na piątek publikacje wstępnych indeksów PMI w strefie euro nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. W tym tygodniu możemy również mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu EURGBP, a w konsekwencji GBPPLN ze względu na kolejne głosowanie w brytyjskim parlamencie w sprawie *Brexitu*.


**Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku**


**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,81 (wzrost o 3pb), 5-letnie do 2,04 (wzrost o 4pb), a 10-letnie do 2,38 (wzrost o 3pb).** Przez cały ubiegły tydzień obserwowany był łagodny wzrost stawek IRS na całej długości krzywej. Była to nieznaczna korekta po odnotowanym dwa tygodnie temu silnym spadku stawek IRS, do którego doszło po publikacji gołębiej projekcji EBC (por. MAKROMapa z 11.03.2019). Niskiej zmienności na rynku sprzyjała ostrożność inwestorów związana z niepewnością wokół *Brexitu*.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. W kierunku wyższej zmienności może oddziaływać również kolejne głosowanie w brytyjskim parlamencie w sprawie *Brexitu*. Uważamy, że do spadku stawek IRS mogą przyczynić się dane o produkcji przemysłowej w Polsce. Przeciwny wpływ będą miały naszym zdaniem krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Pozostałe dane z Polski (bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Uważamy, że dane z USA (indeks Philadelphia FED oraz sprzedaż domów na rynku wtórnym), a także zaplanowane na piątek publikacje wstępnych indeksów PMI w strefie euro również będą miały ograniczony wpływ na rynek.

## 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	<b>4,30</b>
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	<b>3,74</b>
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	<b>3,74</b>
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	1,2	
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	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	
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	<b>3,5</b>	
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	<b>2,4</b>	
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	<b>6,8</b>	
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	<b>7,2</b>	
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	<b>2,9</b>	
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	<b>6,1</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-792	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-240	-1400	<b>1617</b>		
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	<b>6,2</b>		
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	<b>6,4</b>		

\* 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	
Wkład 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	2,22	1,72	1,80	2,22	
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**
<b>Poniedziałek 18.03.2019r.</b>						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Styczeń	0,6	1,0	0,9
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Styczeń	-1400	1617	1560
<b>Wtorek 19.03.2019r.</b>						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	2,9	2,9	2,9
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	7,5	7,2	7,2
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	IV kw.	2,4		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Marzec	-13,4		-11,0
15:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	0,1	0,4	0,3
<b>Środa 20.03.2019r.</b>						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	6,1	3,5	4,8
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	2,2	2,4	2,7
19:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Marzec	2,50	2,50	2,50
<b>Czwartek 21.03.2019r.</b>						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	I kw.	-0,75		
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	6,6	6,8	6,3
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Marzec	0,75	0,75	0,75
13:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Marzec	-4,1	7,0	4,5
14:00	Polska	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Marzec</b>			
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumentckiej (pkt.)	Marzec	-7,4		-7,4
<b>Piątek 22.03.2019r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	47,6	48,3	48,1
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Styczeń	16,2		
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	52,8	53,0	52,7
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	49,3	49,8	49,5
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	51,9	52,2	52,0
14:00	Polska	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Luty</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,0</b>
14:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	53,0		53,5
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mIn m/m)	Luty	4,94	5,07	5,10

\* 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