

W tym tygodniu

- **Na piątek zaplanowana jest aktualizacja długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Fitch.** W październiku ub. r. Fitch utrzymał długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, wspierane przez dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz „odpowiedzialną politykę gospodarczą”. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu są relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz stosunkowo wysoki dług zagraniczny netto. Kluczowa w komunikacie agencji będzie ocena wpływu uruchomionego przez rząd pakietu fiskalnego na sytuację w finansach publicznych i rating. Fitch zwracał uwagę na potencjalne pogorszenie sytuacji w finansach publicznych jako czynnik ryzyka w dół dla oceny wiarygodności kredytowej Polski. Zgodnie z treścią wcześniejszych komunikatów Fitch uważamy jednak, że tak długo jak granica 3% PKB dla deficytu nie zostanie przekroczona, nie należy spodziewać się reakcji ze strony agencji. Dlatego uważamy, że Fitch utrzyma rating kredytowy na poziomie A- i jego stabilną perspektywę w tym tygodniu. Zmiany w polityce fiskalnej najprawdopodobniej zostaną krytycznie odnotowane w komunikacie agencji, co może mieć lekko negatywny wpływ na kurs złotego oraz ceny polskich obligacji. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nią nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W czwartek zostanie opublikowany finalny szacunek PKB w IV kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostało zrewidowane w dół do 2,1% z 2,6% w drugim szacunku ze względu na niższy wkład konsumpcji. W tym tygodniu opublikowane zostaną także dane nt. liczby rozpoczętych budów (1182 tys. w lutym wobec 1230 tys. w styczniu), nowych pozwoleń na budowę (1304 tys. wobec 1317 tys.) oraz sprzedaży nowych domów (613 tys. wobec 607 tys.), które wskażą na utrzymujące się spowolnienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskażą indeks Conference Board (132,0 pkt. w marcu wobec 131,4 pkt. w lutym) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (98,0 pkt. wobec 93,8 pkt. w lutym). Materializacja naszej prognozy wzrostu PKB będzie oddziaływała w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji, podczas gdy publikacja pozostałych danych będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen nie zmieniło się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosło 1,5%, na co złożył się spadek inflacji bazowej i wyższe ceny nośników energii. Wcześniej szacunkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy przewidziana na czwartek publikacja wstępnych danych o inflacji w Niemczech. W tym przypadku również oczekujemy stabilizacji tempa wzrostu cen (1,7% r/r w lutym i marcu). Nasza prognoza inflacji w strefie euro jest zgodna z oczekiwaniami rynkowymi, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W piątek poznamy wstępne dane o marcowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się do 1,5% wobec 1,2% w lutym.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe dynamiki wszystkich jej składowych – cen żywności, paliw, nośników energii i inflacji bazowej. Nasza prognoza kształtuje się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (1,6%), a więc jej realizacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 98,5 pkt. Dostrzegamy ryzyko w dół dla konsensusu rynkowego ze względu na odnotowany w ubiegłym tygodniu spadek marcowego zagregowanego indeksu PMI dla Niemiec (patrz poniżej).

Uważamy, że publikacja indeksu Ifo będzie neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w marcu do 51,3 pkt. wobec 51,9 pkt. w lutym, co było znacząco poniżej naszej prognozy (52,2 pkt.) i oczekiwań rynku (52,0 pkt.).** Do zmniejszenia zagregowanego indeksu PMI przyczyniły się spadek jego składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie (do najniższego poziomu od kwietnia 2013 r.) oraz niższa składowa dla aktywności biznesowej w usługach (najniżej od dwóch miesięcy.). W całym I kw. średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro wyniosła 51,4 pkt. wobec 52,3 pkt. w IV kw. ub. r., a tym samym wyniki badań koniunktury stanowią znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro wzrosło do 0,4% w I kw. z 0,2% w IV kw. ub. r. (patrz poniżej).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED utrzymał na nim docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych na poziomie [2,25%; 2,50%]. Jednocześnie w komunikacie podtrzymana została ocena, zgodnie z którą 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, a ich poziom uzależniać będzie od kształtowania się powyższych czynników makroekonomicznych. FED ogłosił również, że od maja br. obniży miesięczną skalę redukcji swojego bilansu z 30 mld USD do 15 mld USD i zakończy ją we wrześniu br. Jednocześnie od października część środków (do 20 mld USD miesięcznie) pochodzących z zapadających papierów MBS (mortgage-backed securities) będzie reinwestowana w obligacje skarbowe. Nadwyżka ponad wspomniane 20 mld USD będzie reinwestowana w papiery MBS. Takie działanie ma na celu ustabilizowanie wielkości bilansu FED po wrześniu 2019 r. przy jednoczesnej stopniowej zmianie jego struktury. W komunikacie zaznaczono, że z czasem struktura bilansu FED będzie zbiegała do kształtu umożliwiającego efektywne prowadzenie polityki pieniężnej. Po posiedzeniu przedstawiona została marcowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Tempo wzrostu gospodarczego zostało nieznacznie zrewidowane w dół w porównaniu do grudniowej projekcji. Obecnie mediana oczekiwań dla tempa wzrostu PKB wynosi 2,1% w 2019 r. (2,3% w grudniowej projekcji), 1,9% w 2020 r. (2,0%), 1,8% w 2021 r. (1,8%) i 1,9% w długim okresie (1,9%). Mediana oczekiwań dla inflacji bazowej PCE nie zmieniła się względem projekcji grudniowej i w całym horyzoncie prognozy wynosi 2,0%. Tym samym projekcja wskazuje, że inflacja bazowa w horyzoncie prognozy nie przekroczy celu inflacyjnego FED. Podwyższona została ścieżka stopy bezrobocia. Mediana oczekiwań wynosi obecnie 3,7% w IV kw. 2019 r. (3,5%), 3,8% w IV kw. 2020 r. (3,6%) oraz 3,9% w IV kw. 2021 r. (3,8%). Szacowana przez FED stopa bezrobocia naturalnego została obniżona w porównaniu do grudniowej projekcji i wynosi 4,3% (4,4%). Wyraźnie obniżyła się mediana dla oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. W 2019 r. członkowie FED nie oczekują już zacieśnienia polityki pieniężnej (w projekcji grudniowej oczekiwali podwyżek stóp w łącznej skali 50 pb), w 2020 r. oczekują jednej podwyżki o 25 pb (25 pb) oraz braku podwyżek w 2021 r. (bez zmian w porównaniu do grudniowej projekcji). Mediana dla stopy długookresowej nie zmieniła się w porównaniu do grudniowej projekcji i wynosi 2,8%. W reakcji na bardziej gołąbi od naszych oczekiwań wydzwięk marcowej projekcji FED zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki monetarnej w USA. Obecnie nie oczekujemy żadnych podwyżek stóp procentowych w 2019 r. i 2020 r. (wcześniej oczekiwaliśmy jednej podwyżki o 25pb w 2019 r.), co jest spójne z naszym scenariuszem umiarkowanego umocnienia kursu złotego względem euro i znaczącego umocnienia złotego względem dolara amerykańskiego do końca 2020 r.

- ▬ **W ubiegłym tygodniu podczas szczytu Rady Europejskiej osiągnięto porozumienie w sprawie odroczenia terminu *Brexitu*.** Przewiduje ono dwa scenariusze. W sytuacji gdy w trzecim głosowaniu brytyjski parlament ponownie odrzuci wynegocjowane przez T. May porozumienie w sprawie *Brexitu*, Wielka Brytania 12 kwietnia opuści UE bez umowy (tzw. *hard Brexit*). Z kolei jeśli brytyjski parlament zaakceptuje umowę w sprawie *Brexitu*, to termin wyjścia Wielkiej Brytanii z UE zostanie odroczone do 22 maja. Przewodniczący Rady Europejskiej, D. Tusk zaznaczył, że nawet w sytuacji gdy Wielka Brytania po raz trzeci odrzuci umowę w sprawie *Brexitu*, do 12 kwietnia wszystkie opcje pozostaną na stole (*Brexit z umową, Brexit bez umowy, „znaczące” odroczenie Brexitu lub rezygnacja z Brexitu*). W reakcji na decyzję Rady Europejskiej doszło do nieznacznego umocnienia funta względem euro. W naszym scenariuszu bazowym nie zakładamy wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy, co jest spójne z naszą prognozą kursu GBPPLN na koniec 2019 r. i 2020 r. (odpowiednio 5,00 oraz 4,88).
- ▬ **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w lutym do 6,9% r/r wobec 6,1% w styczniu.** Przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej w lutym jest szczególnie zaskakujące w kontekście wpływu ograniczających go niekorzystnych efektów statystycznych (por. MAKROpuls z 20.03.2019). Co więcej, struktura wzrostu produkcji przemysłowej wskazuje na odporność polskiego przemysłu na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Niemczech. Przyczyną takiego zjawiska mogą być zmiany strukturalne w polskim przemyśle (takie jak rosnące przewagi konkurencyjne polskich przedsiębiorstw za granicą, reorientacja geograficzną eksportu lub przesunięcia w łańcuchu dostaw), a także realizacja wciąż dużych (choć malejących) zaległości produkcyjnych, które pozwalają na utrzymanie relatywnie szybkiego tempa wzrostu produkcji pomimo pogorszenia koniunktury zagranicą. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w lutym do 15,1% r/r wobec 3,2% w styczniu. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w lutym o 7,0% m/m. Wyraźne przyspieszenie wzrostu produkcji budowlano-montażowej wynikało z wyższej dynamiki produkcji w kategorii "wnoszenie budynków". Wiążemy to przede wszystkim z utrzymującą się wysoką aktywnością w budownictwie mieszkaniowym, a także efektami niskiej bazy sprzed roku związanymi z ostrymi mrozami, uniemożliwiającymi prowadzenie części prac budowlanych (por. MAKROpuls z 21.03.2019). Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. (3,5% r/r wobec 4,9% w IV kw. ub. r.) oraz w całym 2019 r. (3,7% wobec 5,1% w 2018 r.).
- ▬ **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w lutym o 6,5% r/r wobec wzrostu o 6,6% w styczniu.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych obniżyła się w lutym do 5,6% r/r wobec 6,1% w styczniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia tempa wzrostu sprzedaży detalicznej była niższa dynamika sprzedaży w kategorii "żywność, napoje i wyroby tytoniowe", a także negatywne efekty statystyczne (por. MAKROpuls z 21.09.2019). Przeciętna dynamika realnej sprzedaży detalicznej w okresie styczeń-luty (5,9% r/r) obniżyła się wobec swojej średniej wartości w IV kw. (6,2%). Wsparciem dla sprzedaży detalicznej w kolejnych kwartałach będzie uruchomienie pakietu fiskalnego (por. MAKROmapa z 11.03.2019).
- ▬ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wyniosła 7,6% r/r w lutym wobec 7,5% w styczniu 2018 r.** Zwiększenie nominalnej dynamiki wynagrodzeń w lutym nastąpiło mimo ustąpienia wpływu wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w wielu branżach, które podbiły roczne tempo wzrostu płac w styczniu br. Oznacza to, że dane lutowe można traktować jako sygnał dalszego narastania presji płacowej w gospodarce, związanej głównie z brakiem wykwalifikowanych pracowników jako jedną z głównych barier rozwoju przedsiębiorstw (por. MAKROpuls z 19.03.2019). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniła się w lutym w porównaniu ze styczniem i wyniosła 2,9% r/r. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 9,6 tys. osób (0,2% m/m). Wyraźny wzrost zatrudnienia w lutym nastąpił mimo utrzymującej się bariery podażowej w postaci braku wykwalifikowanych pracowników. Wzrost ten był w naszej ocenie efektem wciąż wysokiej liczby ofert pracy w sektorze prywatnym i publicznym oraz rosnącego współczynnika aktywności

zawodowej. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w lutym 9,4% r/r wobec 9,7% w styczniu. Wysoka dynamika realnego funduszu płac jest spójna z naszą prognozą lekkiego przyspieszenia wzrostu konsumpcji z 4,3% r/r w IV kw. 2018 r. do 4,6% w I kw. br.

➤ **W styczniu na polskim rachunku obrotów bieżących odnotowano nadwyżkę w wysokości 2 316 mln EUR wobec deficytu na poziomie 1 400 mln EUR w grudniu ub. r.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów pierwotnych, obrotów towarowych, usług i dochodów wtórnych (odpowiednio o 1856 mln EUR, 1619 mln EUR, 159 mln EUR i 82 mln EUR wyższe niż w grudniu). Silny wzrost salda dochodów pierwotnych był efektem zwiększonych transferów z Unią Europejską. Dynamika eksportu zwiększyła się w styczniu do 4,1% r/r wobec 2,3% w grudniu, a dynamika importu spadła do 2,2% wobec 3,0%. Warto zauważyć, że od listopada ub. r. obserwujemy wyraźne obniżenie 3-miesięcznych średnich ruchomych dla dynamiki polskiego importu i eksportu. W naszej ocenie może wskazywać to na pierwsze oznaki negatywnego wpływu spowolnienia aktywności gospodarczej w strefie euro, w szczególności w Niemczech, na polski handel zagraniczny. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB w I kw. obniży się do -1,0% wobec -0,7% w IV kw. 2018 r.

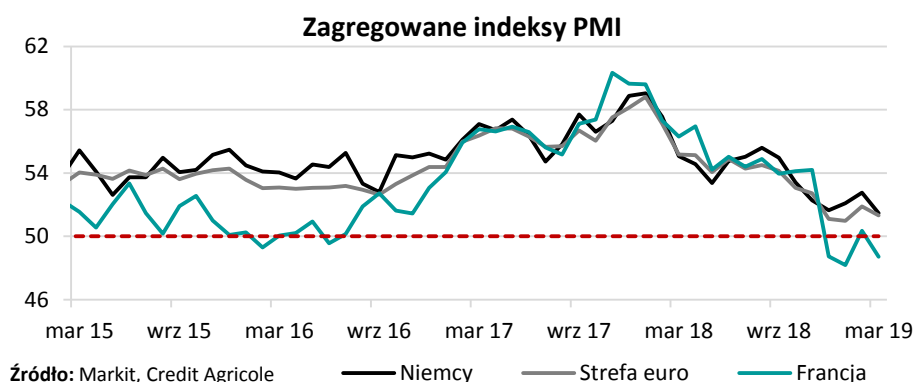
➤ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie po posiedzeniu zaznaczono, że od grudnia ub. r. doszło do nieznacznego osłabienia efektywnego kursu franka szwajcarskiego (czyli kursu ważonego strukturą handlu zagranicznego Szwajcarii). Niemniej w ocenie SNB kurs franka szwajcarskiego pozostaje wysoki, a sytuacja na rynku walutowym jest nadal niestabilna. W efekcie konieczne jest utrzymanie ujemnych stóp procentowych oraz gotowości do interwencji walutowych w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Na konferencji po posiedzeniu zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej zrewidowana w dół w porównaniu do grudniowej projekcji, głównie ze względu na gorsze perspektywy wzrostu gospodarczego oraz inflacji zagranicą i związane z tym obniżenie oczekiwań dotyczących dalszego zacieśniania polityki pieniężnej na rynkach bazowych. Zgodnie z marcową projekcją inflacja wyniesie 0,3% w 2019 r. (wobec 0,5% w grudniowej projekcji) i 0,6% w 2020 r. (wobec 1,0%). SNB opublikował również swoją pierwszą prognozę inflacji na 2021 r. (1,2%). W projekcji podtrzymana została prognoza wzrostu gospodarczego na 2019 r. (ok. 1,5%). Decyzja SNB oraz komunikat po posiedzeniu są spójne z naszym scenariuszem dla EURCHF i EURPLN, zgodnie z którym kurs CHFPLN wyniesie 3,57 na koniec 2019 r., a na koniec 2020 r. spadnie do 3,35. Umocnienie złotego względem franka szwajcarskiego będzie związane z oczekiwanym przez nas obniżeniem kursu EURPLN (odpowiednio 4,25 i 4,15 na koniec 2019 r. i 2020 r.) oraz wzrostem kursu EURCHF (odpowiednio 1,19 i 1,24 na koniec 2019 r. i 2020 r.).

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z USA.** Indeks Philadelphia FED zwiększył się w marcu do 13,7 pkt. wobec -4,1 pkt. w lutym, wskazując na poprawę koniunktury w przetwórstwie w rejonie Pensylwanii, New Jersey i Delaware. Wzrost odnotowała także sprzedaż domów na rynku wtórnym (5,51 mln w lutym wobec 4,93 mln w styczniu) sygnalizując zwiększenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. 2019 r. zmniejszy się do 1,7% wobec 2,1% w IV kw. 2018 r.

➤ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w marcu do -3,6 pkt. wobec -13,4 pkt. w lutym, co było powyżej oczekiwań rynku (-11,0 pkt).** Nieznaczna poprawa indeksu w styczniu nastąpiła mimo dalszego pogorszenia perspektyw sytuacji gospodarczej w Niemczech. Zgodnie z komunikatem wyraźnej poprawie nastrojów w marcu sprzyjały wzrost oczekiwań respondentów na realizację scenariusza, w którym Wielka Brytania opuści Unię

Europejską na podstawie wynegocjowanej przez T. May umowy, a także postępy w negocjacjach na linii USA-Chiny w sprawie deeskalacji wojny handlowej. Wzrost indeksu ZEW jest sprzeczny opublikowanymi w piątek wstępnymi indeksami PMI dla Niemiec (patrz poniżej), co może wynikać z tego, że reprezentuje one subiektywne oceny analityków i inwestorów, a nie odpowiedzi przedsiębiorców. Tym samym mimo znaczącego wzrostu indeksu ZEW dostrzegamy wyraźne ryzyko w dół dla naszej prognozy PKB w Niemczech w I kw. (0,5% kw/kw wobec 0,0% w IV kw. 2018 r.).

Zapaść w niemieckim przetwórstwie



Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w marcu do 51,3 pkt. wobec 51,9 pkt. w lutym, co było znacząco poniżej naszej prognozy (52,2 pkt.) i oczekiwań rynku (52,0 pkt.). Do zmniejszenia zagregowanego indeksu PMI przyczyniły się spadek jego składowej dla bieżącej produkcji

w przetwórstwie (do najniższego poziomu od kwietnia 2013 r.) oraz niższa składowa dla aktywności biznesowej w usługach (najniżej od dwóch miesięcy.). W całym I kw. średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro wyniosła 51,4 pkt. wobec 52,3 pkt. w IV kw. ub. r., a tym samym wyniki badań koniunktury stanowią znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro wzrośnie do 0,4% w I kw. z 0,2% w IV kw. ub. r. Szacowane przez Markit wyłącznie na podstawie wartości wskaźników PMI tempo wzrostu gospodarczego w I kw. wynosi ok. 0,2% kw/kw. Na taki wynik składają się wzrost wartości dodanej w usługach o ok. 0,3% kw/kw i spadek wartości dodanej w przetwórstwie o ok. 0,5%.

Ankietowane firmy (przetwórcze i usługowe) w strefie euro raportowały w marcu, że ich brak optymizmu dotyczący przyszłości jest odzwierciedleniem zrewidowanych w dół prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego, podwyższonego ryzyka politycznego, niepewności związanej z wojnami handlowymi i *Brexitem* oraz dekoniunkturą w branży motoryzacyjnej.

Pomimo pogorszenia koniunktury w marcu, w strukturze danych na szczególną uwagę zasługują sygnały wskazujące na prawdopodobieństwo jej stabilizacji w kolejnych miesiącach. Od dwóch miesięcy obserwujemy stabilizację napływu nowych zamówień (indeks równy 50 pkt.). Ponadto, Wskaźnik Oczekiwanej Produkcji (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) utrzymuje się od października ub. r. na względnie stabilnym poziomie bliskim 60 pkt. Jest to wyraźna zmiana w porównaniu do obserwowanej w I-III kw. 2018 r. tendencji do wyraźnego spadku wspomnianego indeksu. Biorąc pod uwagę wyprzedzający charakter ww. wskaźników, marcowe dane wskazują, że prawdopodobnym scenariuszem na najbliższe miesiące będzie tzw. „szorowanie po dnie”, czyli brak perspektyw wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego przy niskim prawdopodobieństwie załamania koniunktury w strefie euro.

W ujęciu geograficznym obniżenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej odnotowano zarówno w Niemczech jak i we Francji. W obu gospodarkach do pogorszenia nastrojów przyczyniło się obniżenie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie oraz spadek składowej dla aktywności biznesowej w usługach. W rezultacie zmaterializował się nasz scenariusz zarysowany przed miesiącem. Zwracaliśmy

wówczas uwagę, że obserwowane w przeszłości rozbieżności w przebiegu koniunktury w przetwórstwie i usługach w strefie euro były krótkotrwałe, co sugerowało że koniunktura w usługach ulegnie wkrótce pogorszeniu w ślad za gorszymi nastrojami w przetwórstwie. Niemniej jednak te rozbieżności nie zmniejszyły się wyraźnie w marcu, co wskazuje na dalszy potencjał do spadku indeksów dotyczących koniunktury w usługach. W przeciwieństwie do Francji i Niemiec, w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do wyraźnej poprawy koniunktury (najlepsze nastroje od września 2018 r.) dzięki wyższej aktywności w usługach, podczas gdy zamówienia w przemyśle obniżyły się już trzeci miesiąc z rzędu.

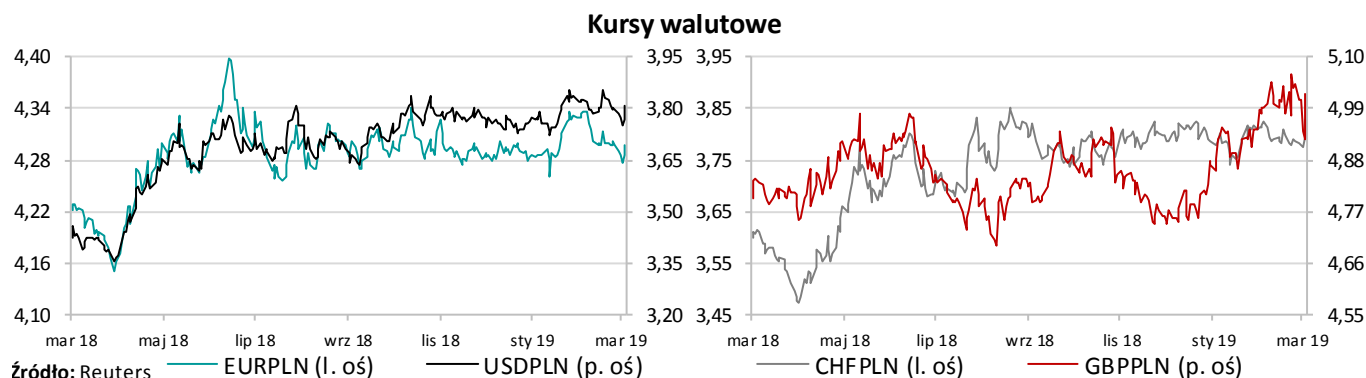
Z punktu widzenia polskiego eksportu w danych na szczególną uwagę zasługuje obniżenie indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa do 44,7 pkt. w marcu wobec 47,6 pkt. w lutym. Tym samym już trzeci miesiąc z rzędu ukształtował się on poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Był to jednocześnie najniższy poziom indeksu od sierpnia 2012 r. W kierunku zmniejszenia indeksu oddziaływały niższe wkłady wszystkich 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, czasu dostaw, zapasów oraz zatrudnienia). Struktura wskazała zatem na kontynuację niekorzystnych tendencji obserwowanych w ostatnich miesiącach – pogłębienie spadku zamówień (eksportowych i ogółem) oraz bieżącej produkcji.

Dwa czynniki w szczególności świadczą o bardzo słabej kondycji niemieckiego przetwórstwa – spadek zatrudnienia (po raz pierwszy od 2014 r.) oraz najszybszy spadek nowych zamówień ogółem od czasów globalnego kryzysu finansowego (kwiecień 2009 r.). Jednym z najlepszych barometrów koniunktury jest popyt na pracę, w związku z tym odnotowana w marcu redukcja liczby etatów stanowi istotny czynnik ryzyka w dół dla perspektyw w niemieckim przetwórstwie. Ponadto ankietowane firmy wskazywały, że część ich klientów wstrzymuje się obecnie z dokonywaniem decyzji zakupowych ze względu na podwyższoną niepewność dotyczącą perspektyw sytuacji gospodarczej. Przedsiębiorstwa raportowały również wciąż słaby popyt w branży motoryzacyjnej.

Dalsze pogorszenie sytuacji w niemieckim przetwórstwie w marcu sygnalizuje wysokie prawdopodobieństwo osłabienia popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych (dobra pośrednie). Ten negatywny wpływ dekoniunktury za granicą na sytuację w polskim przetwórstwie będzie jednak ograniczany przez strukturalne zmiany zachodzące w polskim przemyśle (takie jak rosnące przewagi konkurencyjne polskich przedsiębiorstw za granicą, reorientację geograficzną eksportu lub przesunięcia w łańcuchu dostaw) oraz wciąż duże (jednak malejące) zaległości produkcyjne (por. MAKROpuls z 20.03.2019).

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, w kolejnych miesiącach zostaną utrzymane relatywnie wysokie dynamiki produkcji przemysłowej i eksportu w Polsce. Niemniej jednak niekorzystna koniunktura za granicą stanowi główny czynnik ryzyka w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce w I kw. (3,5% r/r wobec 4,9% w IV kw. ub. r.) i całym 2018 r. (3,7%)

Finalne dane o amerykańskim PKB mogą umocnić złotego

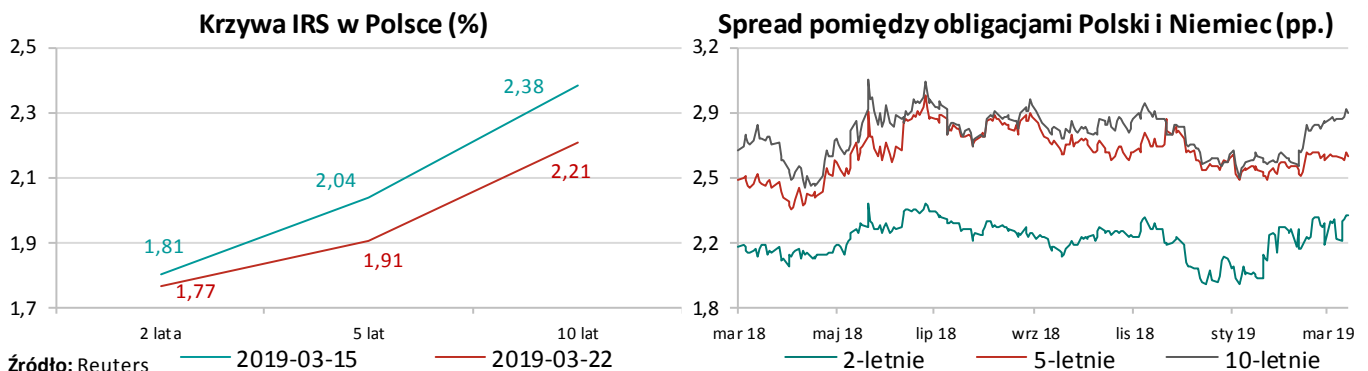


Na koniec ubiegłego tygodnia kurs EURPLN nie zmienił się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniósł 4,2977. Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia z łagodnym umocnieniem złotego, któremu sprzyjały lepsze od oczekiwań publikacje krajowych danych (o bilansie płatniczym, przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw i produkcji przemysłowej). W czwartek, mimo gołębiego wydźwięku środowego posiedzenia FED, złoty zaczął nieznacznie tracić na wartości. W piątek w kierunku dalszego osłabienia złotego oddziaływały słabsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury w strefie euro.

W ubiegłym tygodniu obserwowana była wysoka zmienność kursu EURUSD. W środę wieczorem doszło do jego silnego wzrostu, do czego przyczynił się gołębi wydźwięk posiedzenia FOMC. Z kolei w piątek kurs EURUSD wyraźnie się obniżył w reakcji na publikację słabszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro. Z podwyższoną zmiennością mieliśmy do czynienia również w przypadku kursu EURGBP ze względu na utrzymującą się wysoką niepewność wokół *Brexitu*.

W tym tygodniu kluczowy dla złotego będzie finalny szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. Uważamy, że w przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą przyczynić się do umocnienia złotego. Pozostałe dane z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board i finalny indeks Uniwersytetu Michigan), a także wstępny szacunek inflacji w strefie euro oraz indeks Ifo dla Niemiec nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Do osłabienia złotego może przyczynić się natomiast zaplanowana na piątek publikacja wstępnych krajowych danych o inflacji. Istotnym czynnikiem zmienności na rynku walutowym pozostanie niepewność wokół *Brexitu*. Kolejny negatywny wynik ewentualnego głosowania nad umową oddziaływałby w kierunku wzrostu awersji do ryzyka i osłabienia złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Silny spadek rentowności obligacji po posiedzeniu Rezerwy Federalnej



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 1,77 (spadek o 4pb), 5-letnie do 1,91 (spadek o 13pb), a 10-letnie do 2,21 (spadek o 17pb). Od poniedziałku do środy stawki IRS były stabilne. W czwartek doszło do wyraźnego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w reakcji na gołębi wydzwitek środowego posiedzenia FED. W czwartek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje za 7,1 mld PLN i sprzedało obligacje o 2-, 5-, 9- i 10-letnich terminach zapadalności za 7,2 mld PLN przy popycie równym 8,9 mld PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą. W piątek w kierunku pogłębienia spadku stawek IRS oddziaływała publikacja słabszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą krajowe dane o inflacji, które mogą przyczynić się do lekkiego spadku stawek IRS na końcu krzywej dochodowości. W kierunku zmniejszenia stawek IRS może oddziaływać również publikacja finalnego szacunku PKB w USA w IV kw. Pozostałe dane z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board i finalny indeks Uniwersytetu Michigan), a także wstępny szacunek inflacji w strefie euro oraz indeks Ifo dla Niemiec będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lut 18	mar 18	kw 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	0,7	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	0,8	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	6,9	
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	2,9	
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	6,5	
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	7,6	
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	2316		
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	4,1		
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	2,2		

* 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	-0,7	-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**
Poniedziałek 25.03.2019r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	98,5		98,5
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	6,1	6,1	6,1
Wtorek 26.03.2019r.						
13:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Luty	1230	1182	1210
13:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Luty	1317	1304	1308
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Styczeń	0,2		
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	16,0		
15:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	131,4	132,0	132,0
Czwartek 28.03.2019r.						
9:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	3,8		3,9
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Marzec	0,69		0,67
13:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	2,6	2,1	2,5
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	1,7	1,7	1,6
Piątek 29.03.2019r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	1,2	1,5	1,6
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Luty	1,5	1,5	1,5
13:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Styczeń	-0,6		
14:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Marzec	64,7		61,4
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	607	613	618
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	97,8	98,0	97,8

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

** Konsensus Reuters



Jakub BOROWSKI
 Główny Ekonomista
 tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI
 Starszy Ekonomista
 tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
 Ekonomista
 tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.