

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie – utrzymany zostanie obecny poziom stóp procentowych, jak również *forward guidance* dotyczące ich stabilnego kształtowania się przynajmniej do końca br. Podczas konferencji zostaną podane dodatkowe informacje dotyczące uruchomienia trzeciej rundy programu TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*). Dodatkowo najprawdopodobniej poruszona zostanie kwestia ewentualnego zróżnicowania poziomu oprocentowania (względem ujemnej stopy depozytowej), jakim obciążane są banki komercyjne przy lokowaniu środków w banku centralnym. Ewentualne wprowadzenie takiego rozwiązania pozwoliłoby EBC na utrzymywanie stopy depozytowej na ujemnym poziomie przez dłuższy czas, co jest zgodne z naszym scenariuszem polityki pieniężnej w strefie euro (pierwsza podwyżka dopiero w połowie 2021 r.). Takie rozwiązanie oddziaływałoby bowiem w kierunku ograniczenia negatywnego wpływu polityki ujemnych stóp procentowych realizowanej przez EBC na wynik sektora bankowego. Oczekujemy, że podczas konferencji po posiedzeniu EBC będziemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC.** Uważamy, że treść dokumentu będzie odzwierciedlała gołębi ton komunikatu i konferencji po ostatnim posiedzeniu FOMC. Wówczas 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. Naszym zdaniem treść *Minutes* nie dostarczy nowych informacji zmieniających nasz scenariusz polityki monetarnej w USA (brak podwyżek w latach 2019-2020). Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne dla Polski (por. tabela kwartalna).** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w 2019 r. wyniesie 4,3% r/r (3,7% przed rewizją), a w 2020 r. będzie równe 3,8% (wobec 3,5% w poprzedniej prognozie). Rewizja w górę prognozowanej przez nas dynamiki PKB wynika z uwzględnienia oddziaływania trzech czynników. Po pierwsze, polskie przetwórstwo wykazuje się znaczącą odpornością na spowolnienie za granicą (por. MAKROmapa z 01.04.2019), co będzie czynnikiem stabilizującym koniunkturę w polskim przemyśle w najbliższych miesiącach. Po drugie, dane miesięczne dotyczące produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej za styczeń-marzec sygnalizują, że dynamika PKB w I kw. będzie wyższa od naszych wcześniejszych oczekiwań, co automatycznie podnosi ścieżkę wzrostu za cały 2019 r. Dodatkowo, ostatnie wypowiedzi premiera M. Morawieckiego sygnalizują, że tzw. „Nowa Piątka PiS” będzie w większym stopniu – niż wcześniej zakładaliśmy – finansowana poprzez wzrost zadłużenia sektora finansów publicznych. Taki sposób finansowania będzie czynnikiem jeszcze bardziej dynamizującym wzrost gospodarczy w najbliższych kwartałach.
- **Na piątek zaplanowana jest aktualizacja długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję S&P.** W październiku ub. r. agencja podniosła długoterminowy rating Polski z BBB+ do A-, a perspektywa ratingu została zmieniona z pozytywnej na stabilną. W uzasadnieniu do decyzji, S&P wskazał wówczas na silny, zrównoważony wzrost gospodarczy oraz lepszą od wcześniejszych oczekiwań prognozowaną sytuację w finansach publicznych. Argumentem za podwyżką była również rewizja w górę prognozy relacji salda obrotów bieżących do PKB. Kluczowa w komunikacie agencji będzie ocena wpływu uruchomionego przez rząd pakietu fiskalnego na sytuację w finansach publicznych i rating. W październiku agencja zwracała uwagę na ewentualne pogorszenie sytuacji w finansach publicznych jako czynnik oddziałujący w kierunku pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Uważamy, że S&P w bardziej


krytyczny sposób niż agencja Fitch (por. MAKROmapa z 01.03.2019) oceni postulowane przez rząd zmiany w polityce fiskalnej. Zgodnie z ubiegłotygodniowymi wypowiedziami F. Gilla, głównego analityka agencji S&P na Polskę, stymulacja fiskalna może zostać z łatwością sfinansowana, jednak ma ona charakter procykliczny i nie jest ona optymalna z punktu widzenia kierunku polityki gospodarczej. Uważamy, że w tym tygodniu S&P utrzyma rating na dotychczasowym poziomie (A-) i nie zmieni jego stabilnej perspektywy. Taką ocenę wspierają lepsze (od prognoz S&P) realizacje deficytu sektora finansów publicznych oraz salda obrotów bieżących w relacji do PKB za 2018 r., jak również wysokie prawdopodobieństwo rewizji w górę prognoz agencji dotyczących tempa wzrostu gospodarczego w 2019-2020 r. Zmiana tonu komunikatu na bardziej negatywny 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 nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.


- ✓ **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja CPI zwiększyła się do 1,9% r/r w marcu z 1,5% w lutym z powodu wyższej dynamiki cen paliw przy stabilizacji inflacji bazowej (2,1% r/r). Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (98,5 pkt. w marcu wobec 98,4 pkt. w lutym) zasygnalizuje lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- ✓ **W piątek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że saldo bilansu zwiększyło się do 21,0 mld USD w marcu wobec 4,1 mld USD w lutym przy jednoczesnym wzroście dynamik eksportu i importu. Poprawa sytuacji w chińskim handlu zagranicznym będzie wynikiem wzrostu aktywności w chińskim przetwórstwie sygnalizowanym przez wskaźniki PMI (patrz poniżej), oddziaływania efektów niskiej bazy oraz efektu statystycznego związanego przesunięciem terminu Chińskiego Nowego Roku. Uważamy, że materializacja naszych prognoz dotyczących chińskiego bilansu handlowego będzie oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia kursu złotego.
- ✓ **W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lutym.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -290 mln EUR wobec 2316mln EUR w styczniu, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 4,1% r/r w styczniu do 6,7% w lutym, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 2,2% r/r do 6,7%. W kierunku zwiększenia dynamiki eksportu oddziaływało odnotowane w lutym przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej w branżach eksportowych. Skalę przyspieszenia wzrostu eksportu i importu ograniczały natomiast niekorzystne efekty kalendarzowe. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- ✓ **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w marcu o 196 tys. wobec wzrostu o 33 tys. w lutym (rewizja w górę z 20 tys.), co było powyżej konsensusu rynkowego (wzrost o 180 tys.).** Potwierdziła się tym samym nasza ocena, zgodnie z którą słaby wzrost zatrudnienia w lutym był związany głównie z niekorzystnymi warunkami meteorologicznymi i miał charakter przejściowy. Największy wzrost liczby etatów odnotowano w ochronie zdrowia (+70,0 tys.), usługach biznesowych (+37,0 tys.) i kulturze i rekreacji (+33,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce w przetwórstwie (-6,0 tys.) i handlu hurtowym (-2,0 tys.). Stopa bezrobocia nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 3,8%, kształtując się wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,3%, por. MAKROmapa z 25.03.2019). Współczynnik aktywności zawodowej zmniejszył się do 63,0% w marcu wobec 63,2% w lutym. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego zmniejszyła się w marcu do 3,2% wobec 3,4% w

lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (3,4%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. nominalnej sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się w lutym o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,7% w styczniu. Bez uwzględnienia samochodów nominalna dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 0,4% m/m wobec 1,4%. Jej zmniejszenie wynikało z niższej dynamiki sprzedaży żywności, sprzętu AGD i RTV oraz ubrań. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w lutym o 1,6% m/m wobec wzrostu o 0,1% w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-1,2%). Bez uwzględnienia środków transportu zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w lutym o 0,1% wobec spadku o 0,1% w styczniu. Na uwagę zasługuje spadek rocznej dynamiki zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (2,6% w lutym wobec 4,3% w styczniu), co sygnalizuje prawdopodobieństwo spowolnienia inwestycji w kolejnych kwartałach. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury. Poprawę sytuacji w przetwórstwie zasygnalizował indeks ISM, który zwiększył się w marcu do 57,4 pkt. wobec 55,5 pkt. w lutym, co było powyżej oczekiwań rynku (54,2 pkt.). Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia). Z kolei indeks ISM poza przetwórstwem zmniejszył się w marcu do 57,4 pkt. wobec 64,7 pkt. w lutym przy oczekiwaniach równych 61,5 pkt. Zgodnie z raportem obniżenie indeksu było rezultatem oddziaływania efektów wysokiej bazy sprzed miesiąca (wyjątkowo dobry luty) i nie jest sygnałem negatywnych tendencji. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień, aktywności biznesowej oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny efekt miało zwiększenie wkładu składowej dla zatrudnienia. Ubiegłotygodniowe dane z USA stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się do 2,1% w I kw. wobec 2,2% w IV kw. 2018 r.

 **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniała 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 (por. MAKROpuls z 03.04.2019). Na konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP A. Głapiński podtrzymał swoją ocenę dotyczącą wpływu ogłoszonego przez rząd pakietu fiskalnego (tzw. "piątki") na sytuację gospodarczą w Polsce. Jego zdaniem impuls fiskalny zostanie zrealizowany we właściwym momencie i na właściwym poziomie z punktu widzenia równowagi makroekonomicznej, a deficyt sektora finansów publicznych nie przekroczy granicy 3% PKB. Prezes NBP podtrzymał wyrażoną w marcu ocenę, że pakiet nie wywrze żadnego wpływu na politykę stóp procentowych, które jego zdaniem mogą pozostać bez zmian do końca kadencji RPP (początek 2022 r.). Obecny na konferencji członek RPP K. Zubelewicz podkreślił, że część członków RPP wyrażała odmienny od prezesa NBP pogląd dotyczący skali inflacyjnych efektów pakietu fiskalnego. Ich zdaniem może się on przyczynić do zwiększenia inflacji o 1 pkt. proc. Wypowiedzi A. Głapińskiego 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. Wsparciem dla naszego scenariusza są odnotowane w ostatnich tygodniach wypowiedzi członków RPP wskazujące na rosnące prawdopodobieństwo zaostżenia polityki pieniężnej w 2020 r. (por. MAKROmapa z 1.04.2019).

 **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w marcu do 48,7 pkt. wobec 47,6 pkt. w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,6 pkt.) i naszej prognozy (47,5).** Tym samym już piąty miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od

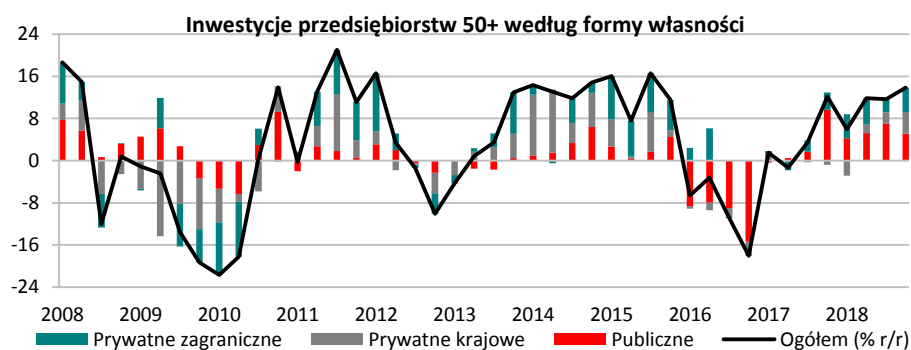
spadku aktywności. Do wzrostu indeksu PMI przyczyniły się przede wszystkim wyższe składowe dla bieżącej produkcji i nowych zamówień ogółem. Niemniej jednak oba subindeksy pozostały poniżej granicy 50 pkt., co wskazuje jedynie na spowolnienie tempa spadku wielkości, których dotyczą. Napływ nowych zamówień eksportowych z kolei zmniejszył się jeszcze silniej niż w lutym (w najszybszym tempie od czerwca 2009 r.), co jest spójne z obserwowanym pogorszeniem koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech. Struktura polskiego indeksu PMI sygnalizuje, że do lekkiej poprawy nastrojów przetwórców w marcu przyczynił się silniejszy popyt krajowy. Pozytywnym sygnałem płynącym z raportu jest wzrost Wskaźnika Oczekiwanej Produkcji (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) do najwyższego poziomu od września 2018 r. Pewnym niepokojem co do perspektyw sytuacji w przetwórstwie napawa nas jednak spadek zatrudnienia w najszybszym tempie od kwietnia 2013 r. Złożyły się na niego najprawdopodobniej coraz silniej oddziałująca bariera w postaci braku wykwalifikowanych pracowników oraz procesy restrukturyzacyjne w niektórych branżach (oddziałujące w kierunku zmniejszenia liczby etatów). Średnia wartość indeksu PMI w okresie styczeń-marzec zwiększyła się nieznacznie do 49,6 pkt. wobec 49,3 pkt. w IV kw. ub. r. Ze względu na utrzymującą się w ostatnich miesiącach rozbieżność pomiędzy wskazaniem badania PMI a rzeczywistą sytuacją w przetwórstwie (patrz poniżej), uważamy, że wskazania indeksu mają obecnie ograniczone własności predykcyjne dla tempa wzrostu gospodarczego. Marcowe dane wspierają naszą zrewidowaną prognozę dynamiki PKB w I kw. (4,3% r/r wobec 4,9% w IV kw.).

- ✓ **W ubiegłym tygodniu zostały opublikowane wyniki badań koniunktury w Chinach. Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w marcu do 50,8 pkt. wobec 49,9 pkt. w lutym, co było powyżej oczekiwań rynku (49,9 pkt.).** Ponadto indeks po raz pierwszy od listopada 2018 r. ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów oraz zatrudnienia). Przeciwny wpływ miało obniżenie wkładu składowego dla czasu dostaw. W strukturze danych na uwagę zasługuje wyraźny wzrost składowych dla nowych zamówień ogółem i nowych zamówień eksportowych. Zgodnie z komentarzem Markitu do danych, w marcu nastąpiła poprawa zarówno popytu krajowego, jak i zagranicznego. Struktura marcowego PMI sygnalizuje coraz silniejsze efekty stymulacji fiskalnej prowadzonej przez chiński rząd, w tym zwiększonych inwestycji infrastrukturalnych. Na poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks CFLP PMI, który zwiększył się w marcu do 50,5 pkt. wobec 49,2 pkt. w lutym. Poprawa sytuacji w chińskim przetwórstwie w połączeniu z oczekiwaną przez nas deeskalacją wojny handlowej na linii USA-Chiny stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2019 r. dynamika PKB w Chinach wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane dotyczące dynamiki niemieckiej produkcji przemysłowej (0,7% m/m w lutym wobec 0,0% w styczniu), która ukształtowała się powyżej oczekiwań rynku (0,5%).** Dodatkowo dane za styczeń zostały zrewidowane w górę (z -0,8% m/m). W kierunku przyspieszenia tempa wzrostu produkcji oddziaływały wyższe dynamiki produkcji w budownictwie i przetwórstwie. Do odnotowanej poprawy sytuacji w należy jednak podchodzić ostrożnie. Zamówienia w niemieckim przetwórstwie obniżyły się bowiem w lutym o 4,2% m/m wobec spadku o 2,1% w styczniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+0,3%). Ich zmniejszenie wynikało ze spadków zarówno zamówień krajowych (-1,6% m/m w lutym wobec -1,4% w styczniu), jak i zagranicznych (-6,0% m/m w lutym wobec -2,6% w styczniu). Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku zamówień był niższy popyt z krajów spoza strefy euro, w tym w branży motoryzacyjnej. Takie tendencje potwierdziły również opublikowane dzisiaj dane o niemieckim imporcie (-1,6% m/m w lutym wobec 1,4% w styczniu) oraz eksporcie (-1,3% w lutym wobec 1,5% w styczniu), które ukształtowały się poniżej oczekiwań rynków. Dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, w połączeniu z marcowymi wynikami badań koniunktury w tym sektorze (por. MAKROMAPA z 25.03.2019) wskazują na wysokie prawdopodobieństwo obniżenia produkcji przemysłowej w Niemczech w kolejnych miesiącach.

Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy tempa wzrostu niemieckiego PKB w 2019 r. (0,8% wobec 1,5% w 2018 r.).

- ▄ **W piątek premier Wielkiej Brytanii, T. May, zwróciła się do Unii Europejskiej z prośbą o kolejne przedłużenie terminu *Brexitu*, tym razem do 30 czerwca – z możliwością wcześniejszego zakończenia procesu, jeśli parlament brytyjski zaakceptuje porozumienie o wyjściu.** Według nieoficjalnych informacji przewodniczący Rady Europejskiej D. Tusk ma jednak zaoferować Wielkiej Brytanii „elastyczne” przedłużenie terminu wyjścia z UE o rok – z automatycznym wcześniejszym zakończeniem po przyjęciu przez brytyjski parlament umowy dotyczącej opuszczenia UE. Wspomniane wyżej potencjalne propozycje będą musiały zostać jednomyślnie poparte przez 27 państw członkowskich w czasie nadzwyczajnego szczytu Rady Europejskiej zaplanowanego na 10 kwietnia. Niepewność dotycząca dalszego przebiegu wydarzeń będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności kursu EURGBP w tym tygodniu.
- ▄ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zmniejszyła się w marcu do 1,4% r/r wobec 1,5% w lutym, kształtując poniżej oczekiwań rynku (1,5%).** Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen żywności, dóbr przemysłowych oraz usług, podczas gdy przeciwny wpływ miał szybszy wzrost cen nośników energii. Oczekujemy, że w kwietniu inflacja w strefie euro osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 1,6% r/r i w kolejnych miesiącach będzie kształtować się w trendzie spadkowym obniżając się do 1,1% r/r w IV br. Ponadto prognozujemy, że inflacja bazowa w strefie euro nie przekroczy 1,4% w horyzoncie najbliższych dwóch lat. Stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp procentowych EBC nastąpi dopiero w połowie 2021 r. Rynek wycenia obecnie podwyżkę stóp procentowych w strefie euro (o 15pb) w I kw. 2021 r.

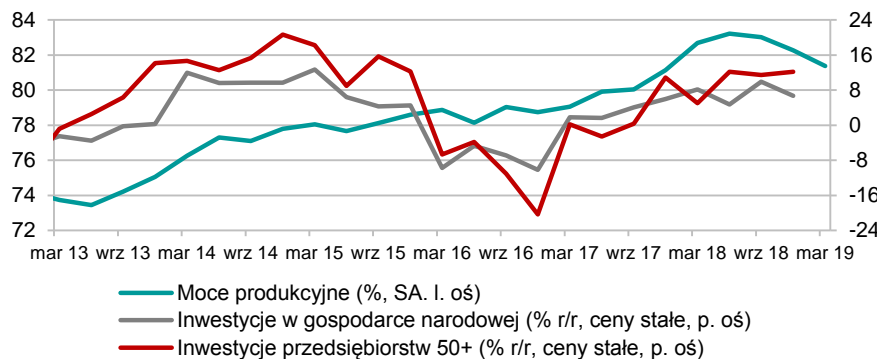
## Modernizacja środków trwałych motorem inwestycji przedsiębiorstw



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

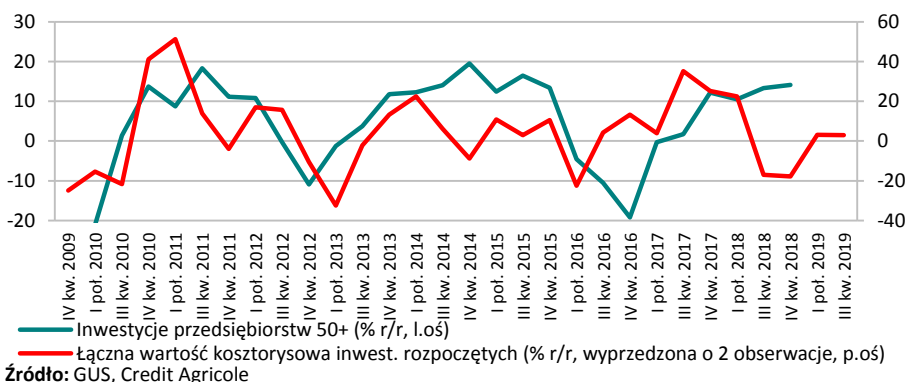
Zgodnie z danymi opublikowanymi przez GUS dwa tygodnie temu nominalne inwestycje przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyły się w IV kw. ub. r. o 14,1% r/r wobec wzrostu o 13,3% w III kw. Wzrost dynamiki nakładów na środki trwałe był efektem wyższych wkładów inwestycji w energetyce i usługach. Ocena tendencji wzrostu inwestycji

wymaga przanalizowania wzrostu nakładów na środki trwałe według formy własności przedsiębiorstw. W tym celu posłużyliśmy się danymi z bazy PONT Info. Informacje zawarte w bazie danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 wypełnianych przez przedsiębiorstwa reprezentujące poszczególne działy gospodarki. Zgodnie z danymi PONT Info, do dalszego wzrostu dynamiki przedsiębiorstw 50+ w IV kw. ub. r. przyczyniło się przede wszystkim ożywienie inwestycji firm prywatnych – zarówno zagranicznych, jak i krajowych. Jednocześnie wkład inwestycji przedsiębiorstw kontrolowanych przez jednostki sektora publicznego (firmy z dominującym udziałem tego sektora w kapitale przedsiębiorstwa) zmniejszył się nieznacznie w IV kw. Było to rezultatem przede wszystkim oddziaływania efektów wysokiej bazy sprzed roku – w IV kw. 2017 r. wzrosły one o 48,6% r/r (najwyższa dynamika od co najmniej I kw. 2008 r. – wcześniejsze dane nie są dostępne). Zbilansowana struktura własnościowa wzrostu inwestycji w IV kw. jest dobrym sygnałem z punktu widzenia trwałości ożywienia inwestycyjnego. Poniżej przedstawiamy główne tendencje w tym zakresie.



Źródło: GUS, Credit Agricole

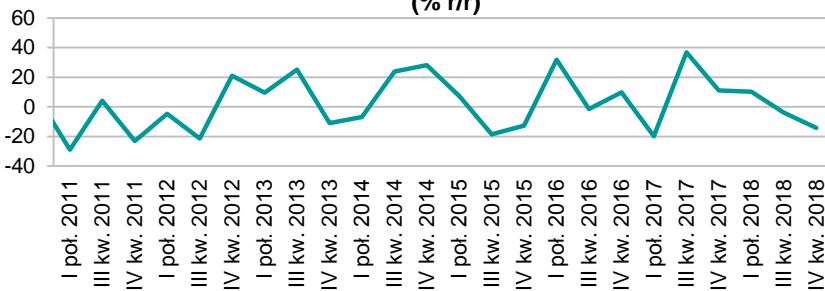
Według danych GUS, odsezonowane wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie wyniosło w I kw. 81,4% i było nieznacznie niższe niż przeciętnie w 2018 r. (82,8%). W przeszłości bariera w postaci wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych była głównym czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększenia nakładów inwestycyjnych. Jednak w ostatnich latach korelacja pomiędzy stopniem wykorzystania mocy produkcyjnych a dynamiką inwestycji firm wyraźnie zmniejszyła się. Osłabienie tej zależności może być wynikiem oddziaływania kilku czynników: ograniczeń podażowych w postaci nasilających się trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników, malejących marż (będących efektem rosnących kosztów pracy i materiałów) zmniejszających pole do zwiększania nakładów inwestycyjnych, obaw o perspektywy popytu zagranicznego, czy niepewności przedsiębiorstw dotyczących przepisów i innych elementów systemu prawnego.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Wskaźnikiem posiadającym własności wyprzedzające w stosunku do inwestycji przedsiębiorstw jest tzw. łączna wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych. Jest to wartość nakładów na środki trwałe rozpoczynanych w okresie sprawozdawczym wynikająca z dokumentacji projektowo-kosztorysowej. Na podstawie historycznych danych można zauważyć, że dynamika wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych z wyprzedzeniem około dwóch-trzech kwartałów sygnalizuje zmiany w kształtowaniu się tempa wzrostu inwestycji przedsiębiorstw 50+. Przebieg dynamiki inwestycji rozpoczętych sygnalizuje, że ożywienie inwestycji przedsiębiorstw najprawdopodobniej będzie kontynuowane. Taka ocena jest spójna z wynikami badań koniunktury NBP („Szybki monitoring”, styczeń 2019 r.). Udział przedsiębiorstw „planujących rozpoczęcie nowych inwestycji, wzrost nakładów lub rozszerzenie skali realizowanych inwestycji” jest obecnie najwyższy od 2016 r.

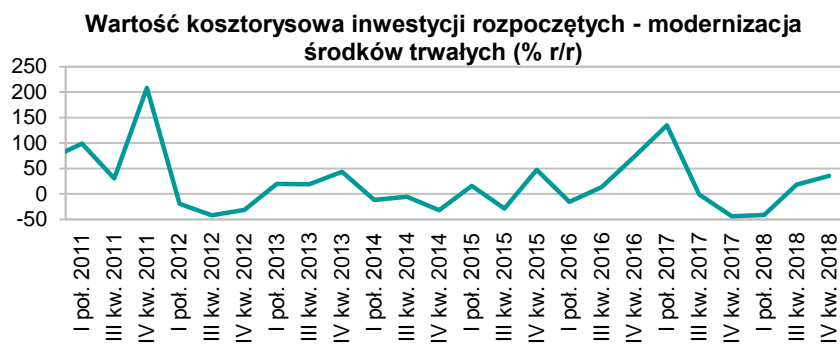
#### Wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych - nowe inwestycje (% r/r)



Źródło: GUS, Credit Agricole

Należy również zwrócić uwagę na strukturę inwestycji rozpoczętych według celu ich przeznaczenia. Można je podzielić na inwestycje mające na celu modernizację istniejących środków trwałych oraz nowe inwestycje. W przypadku inwestycji nowych można zaobserwować krótkie cykle wzrostowe trwające ok. 1,5 roku (odległość pomiędzy szczytami).

inwestycyjnych. Obecnie znajdujemy się w fazie spowolnienia. Zakładając, że tendencje cykliczne obserwowane w ostatnich latach utrzymają się, to w najbliższych kwartałach należałoby oczekiwać ponownego przyspieszenia wzrostu inwestycji w tym segmencie. Ostatni szczyt przypadł bowiem na III kw. 2017 r. Widzimy jednak znaczące ryzyko dla realizacji takiego scenariusza. Udział inwestycji nowych w łącznej wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych wykazuje korelację ze zmianą wykorzystania mocy produkcyjnych. Im szybciej rośnie stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, tym większy jest udział inwestycji nowych (tj. ukierunkowanych zazwyczaj na zwiększenie potencjału wytwórczego) w całkowitej wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych. W ostatnich kwartałach obserwowaliśmy spadek stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, co wskazuje na spadek udziału nowych inwestycji w całości inwestycji rozpoczętych. Ponadto ze względu na wspomniane wyżej czynniki (m.in. obawy o perspektywę popytu zagranicznego i bariery podażowe w postaci niewystarczającej liczby wykwalifikowanych pracowników) przedsiębiorcy mogą wstrzymywać się z podejmowaniem decyzji o rozpoczęciu nowych projektów inwestycyjnych.



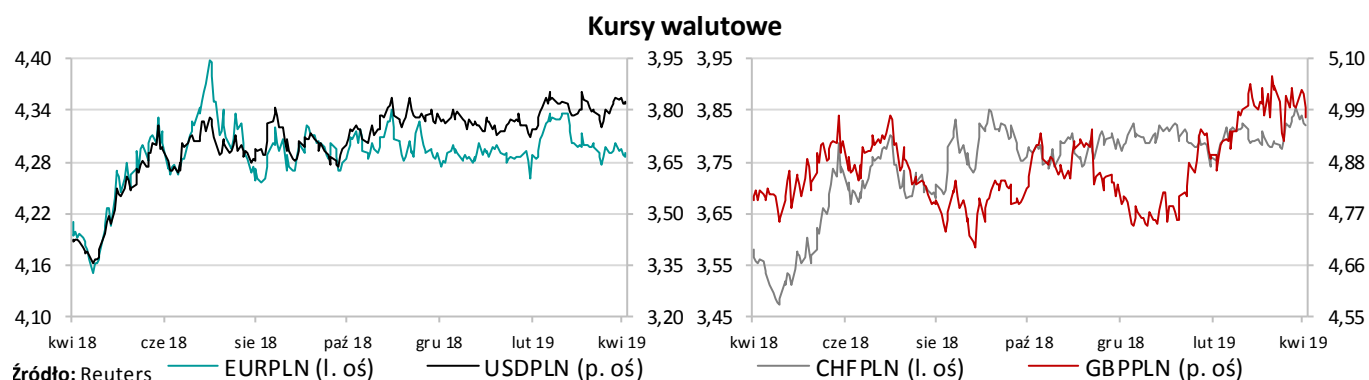
Źródło: GUS, Credit Agricole

Odmienne kształtuje się sytuacja w przypadku nakładów przedsiębiorstw mających na celu modernizację istniejących środków trwałych. Nie występuje tu wyraźnie zarysowany cykl inwestycyjny. Od IV kw. 2017 r. dynamika wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych w tym segmencie znajduje się w wyraźnym trendzie wzrostowym. Można postawić

hipotezę, że są to głównie projekty zmierzające do ograniczenia pracochłonności produkcji. Wsparcie dla takiej oceny stanowią wyniki badań koniunktury NBP. W latach 2018-2019 istotnie wzrosło znaczenie unowocześniania technologii (w tym automatyzacji i robotyzacji procesów lub w celu redukcji kosztów) jako celu inwestycji przedsiębiorstw. Ponadto, w świetle wspomnianych wyżej czynników pogarszających klimat inwestycyjny, firmy będą bardziej skłonne do modernizacji istniejących środków produkcji niż inwestowana w nowe moce przetwórcze - szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że one również przyczyniają się do zwiększenia mocy wytwórczych (poprzez wzrost wydajności), przy często niższych nakładach potrzebnych na realizację inwestycji niż nowe projekty.

Uważamy, że tendencja do wzrostu inwestycji mających na celu modernizację środków trwałych będzie kontynuowana w najbliższych kwartałach. Tym samym będzie to główny motor wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Zarysowane powyżej tendencje są wsparciem dla prognozowanego przez nas nieznacznego spowolnienia dynamiki inwestycji ogółem do 5,8% r/r w 2019 r. i 4,8% w 2020 r. wobec 7,3% w 2018 r.

## Dane o chińskim bilansie handlowym pozytywne dla złotego

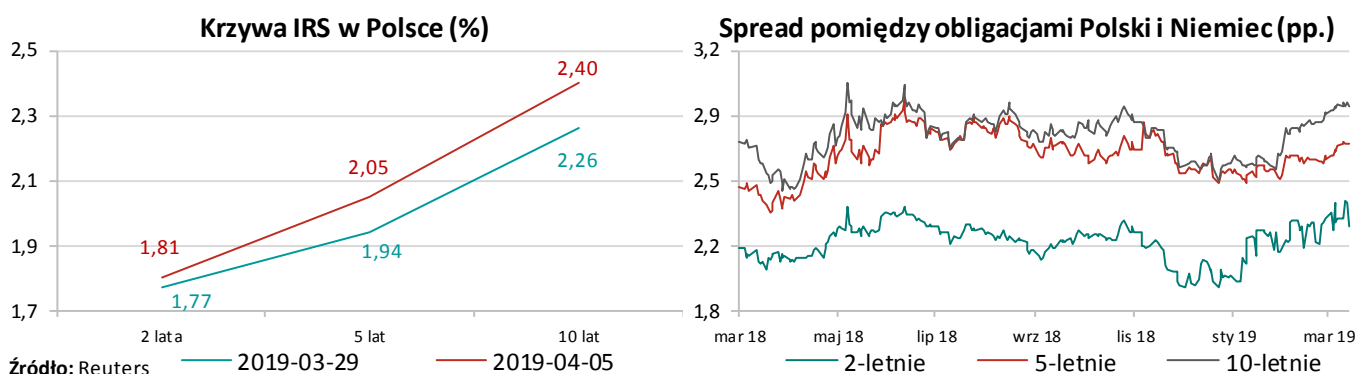


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2906 (umocnienie złotego o 0,3%).** Przez cały tydzień kurs złotego, podobnie jak innych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej znajdował się w lekkim trendzie wzrostowym. W kierunku umocnienia walut regionu oddziaływały przede wszystkim czynniki globalne: wyraźna poprawa koniunktury w Chinach obrazowana indeksami PMI i korzystne informacje nt. postępów w negocjacjach handlowych na linii USA-Chiny. Ponadto wsparciem dla kursu złotego był lepszy od oczekiwań indeks PMI dla polskiego przetwórstwa oraz lekko jastrzębi ton wypowiedzi niektórych członków RPP na śródowej konferencji. W piątek złoty nieznacznie się osłabił, co mogło być związane z obawami dotyczącymi dalszego przebiegu *Brexitu* (patrz poniżej).

W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością w przypadku kursu EURGBP, co związane było z wysoką niepewnością wokół *Brexitu*. Od poniedziałku do środy funt umacniał się względem euro. W piątek premier T. May wystąpiła z wnioskiem o opóźnienie *Brexitu* do 30 czerwca, co oddziaływało w kierunku ponownego osłabienia się kursu funta.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie EBC. Uważamy, że może ono doprowadzić do podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (inflacja i indeks Uniwersytetu Michigan), podobnie jak publikacja danych o bilansie płatniczym w Polsce nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. *Minutes FOMC*, które poznamy w środę również nie powinny spotkać się ze znaczącą reakcją rynkową. Materializacja naszej lepszej od oczekiwań rynkowych prognozy dotyczącej chińskiego bilansu handlowego będzie lekko pozytywna dla złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.




**Posiedzenie EBC w centrum uwagi rynku**


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,805 (wzrost o 3 pb), 5-letnie zwiększyły się do 2,045 (wzrost o 10pb), a 10-letnie do 2,400 (wzrost o 14pb). Przez cały tydzień stawki IRS utrzymywały się w lekkim trendzie wzrostowym poruszając się w ślad za wyższymi rentownościami niemieckich obligacji. Głównymi czynnikami oddziałującym w kierunku spadku cen niemieckiego długu była poprawa oczekiwań inwestorów dotyczących perspektyw światowego wzrostu gospodarczego (z uwagi na postęp w negocjacjach na linii USA-Chiny), poprawa nastrojów rynkowych (w pierwszej części tygodnia) dotyczących dalszego przebiegu *Brexitu* oraz lepsze od oczekiwań dane dotyczące niemieckiej produkcji przemysłowej. W czwartek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje za 4,5 mld PLN i sprzedało obligacje o 2-, 5-, 9- i 10-letnich terminach zapadalności za 4,6 mld PLN przy popycie równym 6,7 mld PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą dochodowości.

W tym tygodniu w możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością stawek IRS ze względu na posiedzenie EBC. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z USA i Polski będą w naszej ocenie neutralne dla krzywej. Stawki IRS nie powinny również znacząco zareagować na publikację *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P 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	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	kwi 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*	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,31
Kurs USDPLN*	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82
Kurs CHFPLN*	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,84
Inflacja CPI (r/r, %)	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	4,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	7,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	2,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	
Saldo ROB (mln EUR)	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-240	-1400	2316	-290		
Eksport (r/r, % EUR)	-4,4	9,9	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,2	2,3	4,1	6,7		
Import (r/r, % EUR)	0,3	13,6	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	10,0	3,0	2,2	6,7		

\* 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)	4,3	4,5	4,3	4,2	4,0	3,9	3,7	3,6	5,1	4,3	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	4,8	5,5	4,4	4,3	4,4	3,5	3,7	3,6	4,6	4,7	3,8	
Inwestycje (% r/r)	8,5	5,8	5,2	5,0	4,7	4,9	4,8	5,0	7,3	5,8	4,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,0	5,7	6,4	6,1	7,8	8,4	8,6	8,4	6,2	6,3	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,3	8,7	6,8	6,9	6,4	8,0	8,1	8,3	7,0	7,7	7,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,1	3,3	2,6	2,2	2,8	2,1	2,2	1,8	2,7	2,8	2,2
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,9	0,9	1,2	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3	1,0	0,9
	Eksport netto (pp.)	-0,4	-1,3	0,0	-0,2	1,0	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,6
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 (%)**	5,9	5,5	5,7	5,8	5,9	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**	3,84	3,80	3,70	3,60	3,53	3,48	3,41	3,32	3,74	3,60	3,32	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 08.04.2019r.</b>						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Luty	18,5		18,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Kwiecień	-2,2		-2,1
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	0,1	-0,3	-0,6
<b>Środa 10.04.2019r.</b>						
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Kwiecień	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Marzec	0,2	0,4	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Marzec	0,1	0,2	0,2
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Marzec			
<b>Czwartek 11.04.2019r.</b>						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	0,1	0,3	0,5
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	1,5	2,0	2,3
<b>Piątek 12.04.2019r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Marzec	4,1	21,0	8,8
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	1,4		-0,6
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Luty</b>	<b>2316</b>	<b>-290</b>	<b>-350</b>
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Kwiecień	98,4	98,5	98,0

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

\*\* Konsensus Reuters