




W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Uważamy, że prezes NBP A. Głapiński potrzyma wyrażany przed miesiącem pogląd, zgodnie z którym stopy procentowe NBP powinny pozostać na obecnym poziomie do końca 2020 r. Wsparcie dla naszej oceny stanowią niższe od oczekiwań wstępne dane o marcowej inflacji (patrz poniżej). Uważamy, że konferencja prasowa po posiedzeniu RPP będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja Minutes z marcowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótko- i średniookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA (w tym przede wszystkim oczekiwanego kształtowania się inflacji) oraz prawdopodobnego terminu podwyżek stóp procentowych w 2018 r. Publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, jednak najprawdopodobniej nie dostarczy ona nowych informacji, które zmienią nasz scenariusz stopniowej normalizacji polityki monetarnej w USA. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że FED podniesie stopy procentowe jeszcze o 75 pb przed końcem 2018 r.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że inflacja zwiększyła się w marcu do 2,4% r/r wobec 2,2% w lutym ze względu na wyższe tempo wzrostu cen paliw. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zmniejszyła się w kwietniu do 101,0 pkt. wobec 101,4 pkt. w marcu. Naszym zdaniem zagregowany wpływ publikacji danych z USA będzie neutralny dla złotego i cen polskiego długu.
- **W piątek poznamy dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego saldo zmniejszyło się w marcu do 8,9 mld USD wobec 33,7 mld USD w lutym. Prognozujemy, że dynamika eksportu odnotowała w marcu spadek do 17,3% r/r wobec 44,5% w lutym, podczas gdy dynamika importu zwiększyła się do 29,6% z 6,3%. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.
- **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o marcowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że inflacja nie zmieni się w porównaniu do wstępnego szacunku (1,3% r/r wobec 1,4% w lutym). Do spadku inflacji w marcu przyczyniła się głównie niższa inflacja bazowa (patrz poniżej). Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.
- **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lutym.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -468 mln EUR wobec 2005 mln EUR w styczniu, co będzie wynikiem głównie ze zmniejszenia salda transferów z UE. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się w lutym do 8,7% r/r wobec 10,5% w styczniu, a dynamika importu spadła do 10,6% r/r wobec 15,4%. Uważamy, że publikacja danych będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **Na piątek zaplanowana jest aktualizacja ratingu Polski przez agencję Standard&Poor's.** W październiku ub. r. agencja utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie BBB+ z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji, S&P zaznaczył, że ocena odzwierciedla silne fundamenty polskiej gospodarki (m.in. niewielki deficyt na rachunku obrotów bieżących, konkurencyjne płace oraz wysokiej jakości kapitał ludzki). Jednocześnie agencja zwróciła uwagę na ryzyko przegrzania polskiej gospodarki. W scenariuszu bazowym oczekujemy, że agencja utrzyma w tym tygodniu niezmienny rating Polski i jego stabilną perspektywę. Uważamy, że ze względu na wyższe od oczekiwań tempo wzrostu PKB w IV kw. (w tym wyraźne przyspieszenie inwestycji) oraz opublikowane w ubiegłym tygodniu dobre dane dotyczące finansów publicznych oraz bilansu handlowego (patrz poniżej) agencja zmieni ton komunikatu na bardziej pozytywny. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko, że ww. dane skłonią agencję do zmiany perspektywy ratingu Polski ze stabilnej na pozytywną. Materializacja takiego scenariusza

oddziaływałyby w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym potencjalnie pozytywna reakcja rynku walutowego i rynku długu na tę decyzję zmaterializuje się dopiero w kolejnym tygodniu.

W zeszłym tygodniu

-  **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w marcu o 103 tys. wobec wzrostu o 326 tys. w lutym (rewizja w górę z 313 tys.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 198 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+33,0 tys.), oświacie i służbie zdrowia (+25,0 tys.) oraz w przetwórstwie (+22,0 tys.). Spadek zatrudnienia odnotowano natomiast w budownictwie (-15,0 tys.), handlu detalicznym (-4,4 tys.) oraz w pozostałych usługach (-1,0 tys.). Struktura danych wskazuje, że czynnikiem negatywnym dla wzrostu zatrudnienia w marcu były niekorzystne warunki pogodowe, co znalazło odzwierciedlenie przede wszystkim w działach „budownictwo” oraz „turystyka i rekreacja”. Mimo mniejszego od oczekiwań zwiększenia zatrudnienia w marcu, jest ono nadal zgodne ze wskazywanym przez FED miesięcznym wzrostem zatrudnienia poza rolnictwem gwarantującym stabilizację stopy bezrobocia (od 75 tys. do 125 tys.). Stopa bezrobocia w marcu nie zmieniła się w porównaniu do lutego i wyniosła 4,1%, kształtując się wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,5%, por. MAKROmapa z 26.03.2018). Współczynnik aktywności zawodowej zmniejszył się w marcu do 62,9% wobec 63,0% w lutym, co wynikało z opuszczenia rynku pracy przez część osób, które do tej pory były bezrobotne. Mimo nieznacznego spadku w marcu, na tle historycznym współczynnik aktywności zawodowej w USA pozostaje na relatywnie stabilnym poziomie. Zwiększyła się natomiast roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego, która wyniosła w marcu 2,7% wobec 2,6% w lutym. Jest to spójne z naszą oceną, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach obserwowany będzie dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń wraz z poprawiającą się sytuacją na amerykańskim rynku pracy. W ubiegłym tygodniu opublikowany został indeks ISM w przetwórstwie, który obniżył się do 59,3 pkt. w marcu wobec 60,8 pkt. w lutym. Spadek wskaźnika wynikał z niższych wkładów jego wszystkich pięciu składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów pozycji zakupionych, czasu dostaw oraz zatrudnienia). Obniżył się również indeks ISM poza przetwórstwem, który w marcu wyniósł 58,8 pkt. wobec 59,5 pkt. w lutym. Jego spadek wynikał ze zmniejszenia wkładów 2 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej w usługach oraz nowych zamówień). Przeciwny efekt miały natomiast wyższe wkłady składowych dla czasu dostaw oraz zatrudnienia. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w I kw. br. sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się do 1,8% wobec 2,9% w IV kw. 2017 r.
-  **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w Polsce zmniejszyła się w marcu do 1,3% r/r wobec 1,4% w lutym, kształtując się wyraźnie poniżej naszej prognozy równej oczekiwaniom rynku (1,6%).** Po raz pierwszy GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji oddziaływało zmniejszenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła w marcu 0,6% r/r wobec 0,8% w lutym. Przeciwny efekt miała wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, związana z ustąpieniem efektu wysokiej bazy sprzed roku w kategorii „warzywa”.
-  **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa nie zmienił się w marcu w porównaniu do lutego i wyniósł 53,7 pkt.** W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady czterech z pięciu składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji, zapasów pozycji zakupionych oraz czasu dostaw). Niższa wartość składowej dla nowych zamówień ogółem oddziaływała w przeciwnym kierunku. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje lekki spadek (wartość subindeksu

poniżej 50 pkt.) nowych zamówień eksportowych, co jest spójne z pogorszeniem koniunktury odnotowanym w strefie euro (por. MAKROmapa z 26.03.2018). W kontekście raportowanych przez firmy trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników, zaskakujący jest wzrost składowej dla zatrudnienia do najwyższego poziomu od kwietnia 2017 r. W naszej ocenie wzrost zatrudnienia w kolejnych miesiącach w coraz większym stopniu ograniczany będzie przez rosnące trudności firm w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. Wraz z rosnącymi zaległościami produkcyjnymi, będzie to czynnik oddziałujący w kierunku zwiększenia inwestycji przedsiębiorstw umożliwiającą zmianę techniki produkcji na mniej pracochłonną, a tym samym zwiększenie wydajności pracy. W całym I kw. indeks PMI zmniejszył się do 54,0 pkt. wobec 54,2 pkt. w IV kw. 2017 r., co stanowi lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy tempa wzrostu gospodarczego w Polsce (4,7% r/r w I kw. wobec 5,2% w IV kw.).

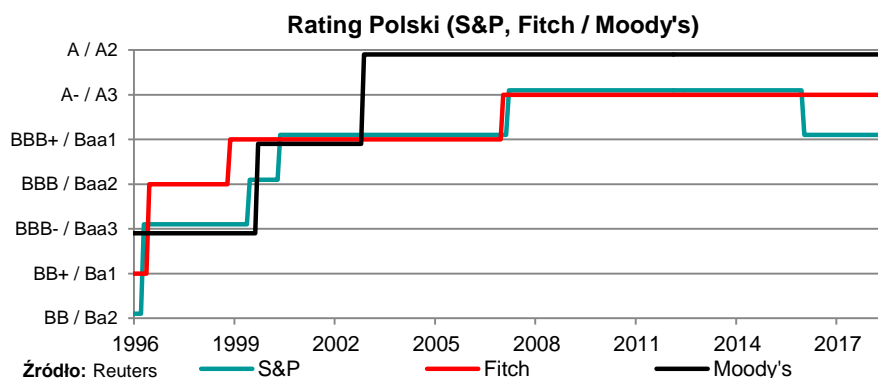
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w marcu do 1,4% r/r wobec 1,1% w lutym. W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen żywności oraz usług. Naszym zdaniem zarówno inflacja ogółem jak i inflacja bazowa w strefie euro będą utrzymywać się na niskim poziomie i w horyzoncie najbliższych dwóch lat nie przekroczą odpowiednio 1,7% i 1,4%. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w czerwcu 2018 r. EBC wydłuży program skupu aktywów do grudnia 2018 r., ograniczając jego skalę do 15 mld EUR począwszy od września 2018 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w lutym do -1,6% m/m wobec 0,1% w styczniu. Jej spadek wynikał z obniżenia dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz budownictwie, podczas gdy przeciwny efekt miało wyższe tempo wzrostu produkcji w energetyce. Nieznaczny wzrost odnotowała natomiast dynamika zamówień w przemyśle, która zwiększyła się w lutym do 0,3% m/m wobec -3,5% w styczniu. Prognozujemy, że kwartalna dynamika niemieckiego PKB w I kw. br. nie zmieni się w porównaniu do IV kw. 2017 r. i wyniesie 0,6%.

Indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w marcu do 50,3 pkt. wobec 51,3 pkt. w lutym. Wzrost odnotował natomiast indeks Caixin PMI, który zwiększył się w marcu do 51,6 pkt. wobec 51,5 pkt. w lutym. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wkłady 2 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień oraz zapasów pozycji zakupionych). Przeciwny efekt miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw. Na uwagę zasługuje utrzymujący się silny wzrost zamówień ogółem, w tym zamówień eksportowych. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza ożywienia w światowym handlu. Istotnym czynnikiem ryzyka dla dalszego wzrostu wymiany handlowej na świecie są jednak działania protekcyjnistyczne zainicjowane przez D. Trumpa (por. MAKROmapa z 5.11.2018). W ubiegłym tygodniu D. Trump poinformował, że rozważa wprowadzenie dodatkowych ceł na chińskie produkty, których import wynosi 100 mld USD. W reakcji na te słowa chińska administracja oznajmiła, że Chiny odpowiedzą „natychmiast, zdecydowanie i bez wahania” jeśli USA opublikuje nową listę ceł. Zaostrzenie retoryki pomiędzy USA a Chinami wskazuje na wzrost prawdopodobieństwa wojny celnej pomiędzy tymi krajami.

Czy S&P zmieni perspektywę ratingu Polski?

Zgodnie z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu danymi GUS, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2017 r. wyniósł 1,5% PKB wobec 2,3% w 2016 r., natomiast dług sektora ukształtował się na poziomie 50,6% PKB wobec 54,2% w 2016 r. Ponadto dane NBP wskazały na wyraźny wzrost salda na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB w 2017 r. do 0,3% wobec -0,3% w 2016 r. Poniżej analizujemy w jaki sposób dane wskazujące na znaczące zmniejszenie relacji długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB oraz poprawę bilansu płatniczego mogą wpłynąć na ocenę wiarygodności kredytowej Polski.



Trzy główne agencje ratingowe (Standard&Poor's, Fitch, Moody's) przy wyznaczaniu ratingu krajów używają modelu ekonometrycznego lub metody punktowej (przypisującej kategoriom jakościowym oraz ilościowym określoną ilość punktów). Zakres wskaźników makroekonomicznych używanych w obu metodach jest podobny i można go podzielić na

kilka kategorii: m.in. dotyczące sytuacji gospodarczej, finansów publicznych, bilansu płatniczego oraz czynników strukturalnych. Rating wyznaczony na podstawie powyższych metod ilościowych może być również dostosowany (podniesiony lub obniżony) po uwzględnieniu dodatkowej oceny eksperckiej analityków kredytowych.

Wybrane fragmenty komunikatów agencji ratingowych		
Fitch	Moody's	Standard & Poor's
<p>2017.12 Następujące czynniki mogą jednocześnie bądź oddzielnie pozytywnie wpłynąć na ocenę wiarygodności kredytowej: - utrzymujący się w wysokim tempie wzrost gospodarczy, wspierający konwergencję do krajów z ratingiem "A" - kontynuacja tendencji w ograniczaniu wskaźnika zadłużenia zagranicznego netto, wspierana przez wzrost salda obrotów bieżących oraz napływ kapitału (z wyłączeniem instrumentów dłużnych)</p>	<p>2017.05 Głównym czynnikiem uzasadniającym decyzję o zmianie perspektywy ratingu Polski z negatywnej na stabilną jest oczekiwanie Moody's, że ryzyko pogorszenia sytuacji w finansach publicznych, które było powodem obniżenia perspektywy w ub. r. ustępuje oraz, że relatywnie korzystne tendencje w kształtowaniu się kosztów obsługi długu pozostaną niezmiennymi.</p> <p>2017.09 Oczekujemy, że wzrost PKB będzie wspierany przez silny wzrost konsumpcji prywatnej oraz przez powolne, ale stabilne, odbicie w inwestycjach, które będzie odzwierciedleniem korzystnego kształtowania się sytuacji globalnej jak również nasilenia napływu w funduszy unijnych. Wyższy wzrost gospodarczy oraz dobre wykonanie budżetu państwa w wyraźnym zwiększają prawdopodobieństwo, że deficyt fiskalny nie przekroczy 3% PKB.</p>	<p>2017.10 Mimo, że traktujemy deficyt sektora jako możliwy do utrzymania pod kontrolą, nadal postrzegamy politykę fiskalną jako procykliczną, w szczególności biorąc pod uwagę brak ze strony rządu komunikatów, które by wskazywały na konkretne plany, dotyczące w szczególności oszczędności publicznych w okresie najbliższych trzech lat, pomimo stopniowo malejących oszczędności prywatnych. Nie oznacza to jednak, że deficyt fiskalny przekroczy 2,5% PKB, lub że dług w relacji do PKB wzrośnie. Uważamy, że relacja długu do PKB pozostanie stabilna w okresie silnego realnego i nominalnego wzrostu PKB. Biorąc pod uwagę jak prężnie działa sektor prywatny, w naszej ocenie rząd traci szansę na stworzenie buforu w finansach publicznych na wypadek następnego zewnętrznego szoku, który prędzej czy później nastąpi.</p> <p>Jeżeli w przeciwieństwie do naszych prognoz saldo rachunku bieżącego pozostanie umiarkowane oraz finansowane będzie przez przepływy kapitałowe, jak również jeżeli zaobserwujemy trwałe zmniejszenie długu publicznego oraz ograniczenie kosztów jego obsługi, to możliwa będzie rewizja przez nas oceny wiarygodności kredytowej również w górę. Podniesimy ocenę wiarygodności kredytowej również w sytuacji, gdy polityka fiskalna zostanie zmodyfikowana w celu odpowiedzi na efekty starzenia się społeczeństwa (zmniejszenie siły roboczej) oraz gdy potencjalne tempo wzrostu gospodarczego w długim okresie będzie wyższe od naszych obecnych szacunków, co pozwoliłoby na trwałą i relatywnie szybką konwergencję Polski do strefy euro pod względem PKB per capita.</p>

Źródło: Fitch, SP, Moody's, Credit Agricole

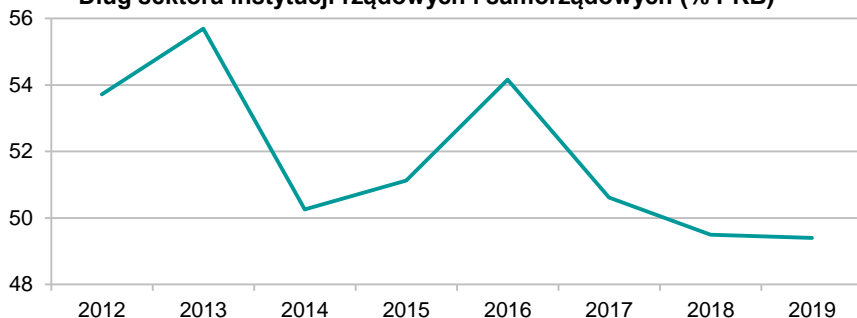
Agencje Fitch i S&P w swoich ostatnich komunikatach sygnalizowały, że poprawa bilansu płatniczego miałaby pozytywny wpływ na ocenę wiarygodności kredytowej Polski. W przypadku Fitcha, wyznaczony tylko na podstawie modelu ekonometrycznego rating Polski powinien – podczas ostatniej oceny – znaleźć się na poziomie „A”. Jednakże ze względu na relatywnie wysoki – na tle innych krajów z takim ratingiem – dług zagraniczny netto w relacji do PKB, ocena ta została obniżona przez komitet kredytowy o jeden stopień (do „A-”). Fitch zwrócił wówczas uwagę, że obniżenie zadłużenia zagranicznego wspieranego przez wzrost salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływałoby w kierunku podniesienia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Uważamy jednak, że odnotowana nadwyżka na saldzie rachunku bieżącego w 2017 r. nie przyczyni się do podniesienia ratingu lub zmiany perspektywy przez Fitch. W III kw. 2017 r. dług zagraniczny netto w relacji do PKB (30,7%) kształtował się bowiem w Polsce nie tylko znacząco powyżej przeciętnej wartości dla krajów z ratingiem „A”, ale również powyżej

wartości odnotowanych w innych krajach z ratingiem „A-„: Łotwie (25,5%), Litwie (21,6%) lub Słowenii (22,5%).

Zgodnie z opublikowaną w październiku 2017 r. prognozą, S&P oczekiwał, że saldo na rachunku bieżącym wyniesie -1,2% PKB i w kolejnych latach obniży się do -3,8% w 2020 r. Agencja zaznaczyła jednak, że jeśli wbrew jej oczekiwaniom deficyt na rachunku obrotów bieżących będzie umiarkowany (oraz dług publiczny się ustabilizuje, por. tabela), to może ona podnieść rating Polski. W rezultacie, uważamy, że nadwyżka na rachunku obrotów odnotowana w 2017 r. będzie oddziaływała w kierunku poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski przez S&P.

Sytuacja w finansach publicznych była zazwyczaj wskazywana jako czynnik ryzyka w dół, a nie w górę dla oceny wiarygodności kredytowej Polski. Agencje zwracały uwagę przede wszystkim na potencjalny wzrost deficytu sektora powyżej granicy 3% PKB lub brak stabilizacji relacji długu publicznego do PKB w długim okresie. Tylko agencja S&P sygnalizowała, że trwałe obniżenie długu publicznego oraz stabilizacja kosztów jego obsługi mogłyby być argumentem za podniesieniem ratingu (por. tabela). Agencja podkreślała jednak, że poprawa wskaźników zadłużenia publicznego powinna wynikać ze zmian w polityce fiskalnej, mających na celu zwiększenie oszczędności publicznych w średnim okresie i przygotowanie finansów publicznych na efekty starzenia się społeczeństwa lub potencjalne wystąpienie szoków w przyszłości. S&P zwrócił uwagę, że spadek zadłużenia sektora, który nie wynika z przeprowadzenia reform, natomiast jest głównie efektem szybkiego nominalnego wzrostu gospodarczego, nie oddziałuje w kierunku poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski. Ocena S&P jest spójna z wynikami przeprowadzonej przez nas analizy (por. MAKROMAPA z 22.01.2018), w której szacowaliśmy, że pierwotne saldo strukturalne (tj. nie uwzględniające kosztów obsługi długu publicznego) ulegnie w latach 2015-2018 poprawie o 1 mld zł (0,05 % PKB). Materializacja naszego scenariusza oznacza, że okres korzystnej koniunktury nie zostanie wykorzystany do znaczącego obniżenia deficytu strukturalnego.

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)



Źródło: GUS, MF, Credit Agricole

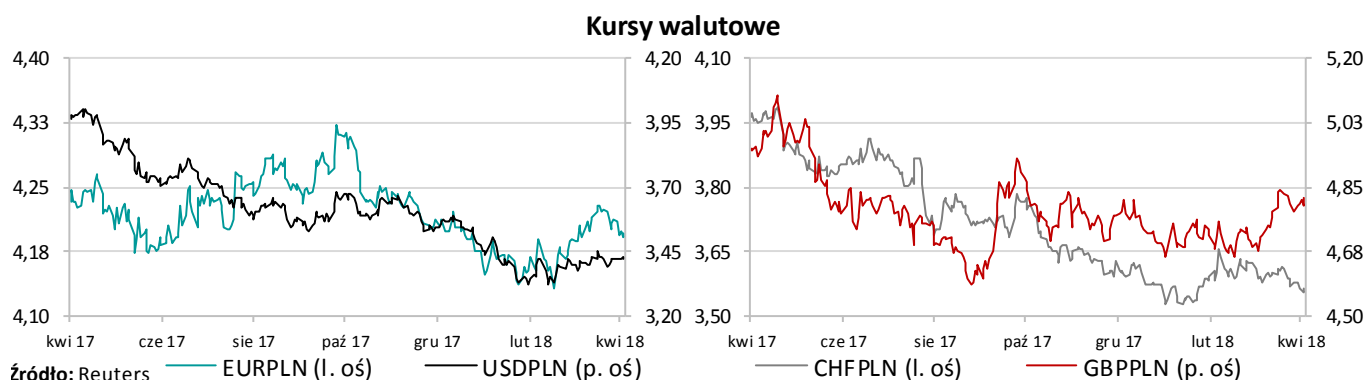
Oczekujemy, że w kolejnych latach rząd będzie kształtował politykę fiskalną w taki sposób, że deficyt sektora GG ukształtuje się poniżej granicy 3% PKB (2018: 1,8%, 2019: 2,3%, 2020: 2,5%). Zgodnie z wynikami naszych symulacji, w warunkach umiarkowanego ożywienia oraz inflacji kształtującej się blisko 2%, powinniśmy mieć do czynienia z lekkim spadkiem długu

publicznego w relacji do PKB w latach 2018-2020. W dominującym stopniu będzie on wynikał z zakładanego przez nas umocnienia złotego oddziałującego w kierunku zmniejszenia zadłużenia zagranicznego po przeliczeniu go na złote. W przypadku materializacji założeń makroekonomicznych przyjętych przez nas w scenariuszu bazowym, polityka fiskalna polegająca na utrzymaniu deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB nie stanowiłaby zatem ryzyka dla stabilności finansów publicznych w średnim okresie. Nie doprowadzi ona jednak do wyraźnego zmniejszenia długu publicznego w relacji do PKB, które dawałoby Polsce margines bezpieczeństwa dla finansów publicznych w przypadku znaczącego, kilkuletniego pogorszenia koniunktury. W rezultacie uważamy, że poprawa sytuacji w finansach publicznych odnotowana w 2017 r. nie skłoni S&P do podniesienia ratingu Polski.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, uważamy, że opublikowane w zeszłym tygodniu dane dotyczące sytuacji w finansach publicznych oraz bilansu płatniczego przyczynią się tylko do zmiany tonu komunikatu agencji ratingowych na bardziej korzystny. Natomiast nie będą najprawdopodobniej

wystarczającym argumentem za zmianą perspektywy i/lub ratingu Polski. Jedynie w przypadku agencji S&P dostrzegamy ryzyko, że ostatnie dane skłonią ją do zmiany perspektywy ratingu Polski ze stabilnej na pozytywną. Ryzyko to może się zmaterializować już podczas oceny wiarygodności kredytowej w tym tygodniu. Materializacja takiego scenariusza oddziaływałaby w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.

Podwyższona zmienność złotego ze względu na *Minutes* FOMC

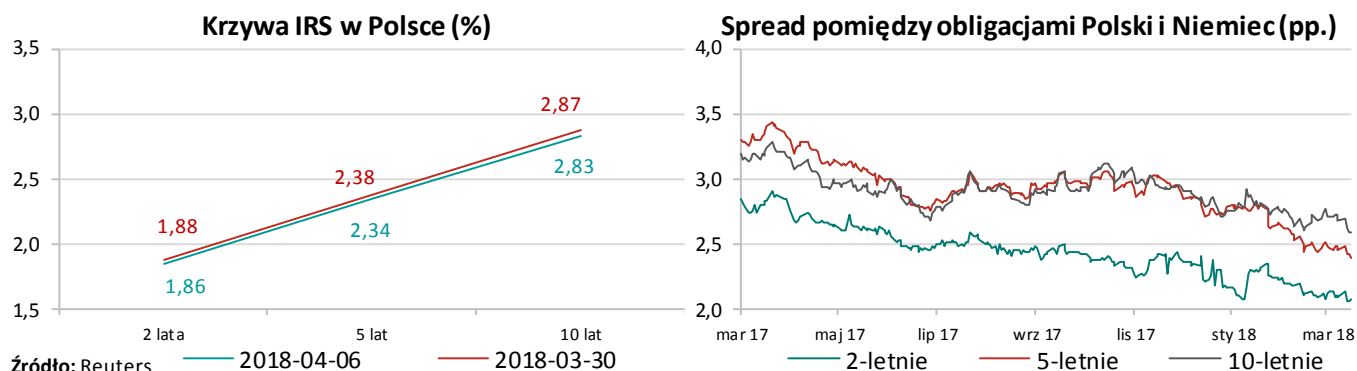


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1972 (umocnienie złotego o 0,4%). W ubiegłym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego była publikacja wyraźnie niższych od oczekiwań danych o krajowej inflacji. Zmniejszyły one oczekiwania rynku na podwyżki stóp procentowych w Polsce i w efekcie doprowadziły do osłabienia polskiej waluty. W pozostałych dniach kurs złotego utrzymywał się w łagodnym trendzie spadkowym wspieranym przez obniżenie światowej awersji do ryzyka. Poprawie nastrojów sprzyjało odbicie na amerykańskiej giełdzie po korekcie, jaka obserwowana była od połowy marca. Opublikowane w piątek niższe od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

W ubiegłym tygodniu złoty zyskiwał również względem franka szwajcarskiego. Wynikało to ze wspomnianego wyżej spadku kursu EURPLN przy jednoczesnym dalszym wzroście kursu EURCHF, który od marca utrzymuje się w trendzie wzrostowym. Umocnieniu euro względem franka szwajcarskiego sprzyjają oczekiwania inwestorów na szybszą normalizację polityki monetarnej w strefie euro niż w Szwajcarii.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie RPP. W naszej ocenie wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego podczas konferencji prasowej po posiedzeniu będą lekko negatywne dla kursu złotego. W środę podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty sprzyjać będzie publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że dane z Polski (finalna inflacja, bilans płatniczy), USA (inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Chin (bilans handlowy) będą miały ograniczony wpływ na kurs złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej potencjalnie pozytywny wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Konferencja RPP lekko negatywna dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 1,86 (spadek o 2pb), 5-letnie do poziomu 2,34 (spadek o 3pb), a 10-letnie do poziomu 2,83 (spadek o 4pb). Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia była środowa publikacja wyraźnie niższych od konsensusu rynkowego krajowych danych o inflacji. Doprowadziły one do spadku stawek IRS na całej długości krzywej. W czwartek doszło do częściowej korekty w ślad za niemieckim rynkiem długu. W pozostałe dni stawki IRS charakteryzowały się niewielką zmiennością.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie konferencja prasowa po zaplanowanym na środę posiedzeniu RPP. Uważamy, że będzie ona lekko negatywna dla stawek IRS. W środę podwyższonej zmienności stawek IRS będzie sprzyjać publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że dane z Polski (finalna inflacja, bilans płatniczy) oraz z USA (inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) będą neutralne dla stawek IRS. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej potencjalnie pozytywny wpływ na polski rynek długu zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18
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*	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,21
Kurs USDPLN*	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,42
Kurs CHFPLN*	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,59	3,57	3,59	3,62	3,58	3,57
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4		1,3
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8		0,6
Produkcja przemysłu (r/r, %)	11,0	-0,5	9,3	4,4	6,3	8,9	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,4		4,4
Inflacja PPI (r/r, %)	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,2		-0,3
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9		8,3
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8		7,0
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7		3,7
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,0	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8		6,5
Saldo ROB (mln EUR)	-405	350	-264	-892	-203	189	120	297	272	-1152	-1152	-468		
Ekspert (r/r, % EUR)	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,9	2,1	2,1	8,7		
Import (r/r, % EUR)	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,7	10,9	10,9	10,6		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2017	2018	2019	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,1	4,0	4,9	5,1	4,7	4,3	4,2	3,9	4,6	4,3	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,9	4,8	4,9	5,2	4,2	4,1	4,1	4,8	4,4	3,6	
Inwestycje (% r/r)	-0,5	0,9	3,3	11,3	9,2	9,5	7,6	4,7	5,2	7,1	3,1	
Ekspert (ceny stałe, % r/r)	9,6	3,1	7,6	6,8	7,5	6,5	6,6	6,0	6,7	6,6	5,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,7	6,0	5,7	9,2	8,1	7,8	7,5	7,0	7,7	7,6	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,9	2,9	2,9	2,5	3,4	2,5	2,4	2,1	2,8	2,6	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,1	0,6	2,8	1,1	1,5	1,3	1,2	1,0	1,3	0,6
	Ekspert netto (pp.)	0,4	-1,3	1,1	-0,8	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Saldo obrotów bieżących***	0,2	-0,4	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	0,3	-0,4	-0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	8,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,0	6,2	6,5	6,6	6,5	6,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,1	2,4	1,8	1,3	1,2	0,7	0,4	0,3	1,9	0,6	0,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	5,0	4,9	7,1	6,8	6,1	6,4	6,8	5,3	6,5	6,5	
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	1,9	2,3	1,5	1,6	1,5	1,1	2,0	1,4	1,7	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,97	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	
EURPLN**	4,23	4,23	4,31	4,18	4,21	4,19	4,18	4,17	4,18	4,17	4,15	
USDPLN**	3,97	3,70	3,65	3,48	3,42	3,41	3,34	3,31	3,48	3,31	3,19	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 09.04.2018r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Luty	21,3	21,4	
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Kwiecień	24,0	20,0	
Wtorek 10.04.2018r.						
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Luty	1,1	0,8	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Luty	-1,1		
Środa 11.04.2018r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Kwiecień	1,50	1,50	1,50
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	3,7	3,6	3,2
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	2,9	2,8	2,6
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Marzec	0,2	0,1	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Marzec	0,2	0,2	0,2
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Marzec			
Czwartek 12.04.2018r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	-1,0	0,3	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	242	231	
Piątek 13.04.2018r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Marzec	33,7	8,9	27,2
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	1,4	1,3	1,3
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Luty	2005	-468	-355
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Kwiecień	101,4	101,0	100,5

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

** Konsensus Reuters