

## W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w marcu o 0,3% m/m wobec spadku o 0,1% w lutym ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w marcu do 0,5% m/m wobec 0,9% w lutym, co było wynikiem wyższej dynamiki produkcji w kategorii „dostawa mediów”. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1274 tys. w marcu wobec 1236 tys. w lutym) oraz pozwoleń na budowę (1320 tys. wobec 1321 tys.). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że wskaźnik NY Empire State obniżył się do 20,0 pkt. w kwietniu wobec 22,5 pkt. w marcu, a indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 21,4 pkt. w kwietniu wobec 22,3 pkt. w marcu. Materializacja tych prognoz będzie spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym oczekujemy spadku sprowadzonego do wymiaru rocznego tempa wzrostu PKB w USA w I kw. do 1,8% wobec 2,9% w IV kw. 2017 r. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek opublikowane zostaną ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. nie zmieniło się w porównaniu do IV kw. ub. r. i wyniosło 6,8% r/r (1,3% kw/kw wobec 1,6% w IV kw.). Pozostałe dane miesięczne wskażą najprawdopodobniej na stabilizację rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w marcu. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,9% r/r w marcu wobec 6,8% w lutym, w sprzedaży detaliczna wzrosła o 9,7% r/r (tyle samo co w lutym), a inwestycje w aglomeracjach miejskich zwiększyły się o 7,6% r/r wobec 7,9% w lutym. Naszym zdaniem publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszy się do -1,0 pkt. w kwietniu wobec 5,1 pkt. w marcu. Będzie to kontynuacja obserwowanej od lutego tendencji spadkowej wskaźnika związanej m.in. z nasilającymi się obawami rynkowymi o negatywny wpływ rosnącego protekcjonizmu USA na sytuację gospodarczą w Niemczech.
- **W środę poznamy marcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 3,7%. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w marcu do 7,0% r/r wobec 6,8% w lutym, co było efektem podwyżek w górnictwie. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **W czwartek poznamy dane o marcowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, iż wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 4,4% r/r wobec 7,4% w lutym. W kierunku spadku dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe oraz efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy. Materializacja naszej prognozy będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Publikacja danych o produkcji zgodna naszymi oczekiwaniami będzie sygnalizować ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. br. (4,7% r/r wobec 5,1% w IV kw. ub. r.). Zaktualizowany szacunek dynamiki PKB w I kw. br. przedstawimy po publikacji danych o marcowej sprzedaży detalicznej.

## W zeszłym tygodniu

- **W piątek** agencja ratingowa Standard & Poor's utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie BBB+ i zmieniła perspektywę ratingu ze stabilnej na pozytywną (patrz poniżej). Rynek oczekiwał utrzymania stabilnej perspektywy, a tym samym korzystna decyzja agencji będzie oddziaływała w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskiego długu w tym tygodniu.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z marcowego posiedzenia FED.** Zgodnie z zapisem dyskusji, wielu członków FOMC uważa, że tempo zacieśniania polityki monetarnej w USA będzie szybsze niż wcześniej przewidywali, co wynika z ich lepszej oceny perspektyw wzrostu gospodarczego oraz zwiększenia prawdopodobieństwa powrotu inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. Przedmiotem dyskusji był również rosnący protekcjonizm USA w handlu zagranicznym. Członkowie FOMC wskazali, że ewentualna odpowiedź partnerów handlowych USA poprzez wprowadzenie ceł odwetowych stanowi ryzyko w dół dla perspektyw gospodarczych w USA. Treść Minutes stanowi nie zmienia naszego scenariusza, zgodnie z którym FED dokona w tym roku jeszcze 3 podwyżek stóp procentowych po 25 pb (w czerwcu, we wrześniu i w grudniu).
- **Inflacja CPI w USA obniżyła się w marcu do -0,1% m/m wobec 0,2% w lutym (2,4% r/r w marcu wobec 2,2% w lutym).** W kierunku zmniejszenia miesięcznej dynamiki cen oddziaływało niższe tempo wzrostu cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen żywności. Inflacja bazowa w marcu nie zmieniła się w porównaniu do lutego i wyniosła 0,2% m/m (2,1% r/r w marcu wobec 1,8% w lutym). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w kwietniu do 97,8 pkt. wobec 101,4 pkt. w marcu. Jego obniżenie wynikało ze spadku jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Podobnie jak przed miesiącem, RPP stwierdziła w komunikacie, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach, a zgodnie z dostępnymi prognozami w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego (por. MAKROpuls z 11.04.2018). Na konferencji po posiedzeniu Rady prezes NBP A. Głapiński przyznał, że marcowa inflacja okazała się niższa od oczekiwań NBP. A. Głapiński zaznaczył, że niższa inflacja nie zmienia jego poglądów i stanowiska większości członków Rady dotyczących perspektyw polityki pieniężnej, a oczekiwania inflacyjne niektórych członków RPP obniżyły się. Dodał on również, że w perspektywie dwóch lat nie widzi on żadnych czynników, które zmusiłyby RPP do zmiany stóp procentowych. A. Głapiński zwrócił uwagę, że ścieżka inflacji w lipcowej inflacji najprawdopodobniej zostanie zrewidowana w dół. Powyższe wypowiedzi wskazują na podtrzymanie przez prezesa NBP gołębiego stanowiska, wyrażanego po marcowym posiedzeniu RPP (por. MAKROpuls z 7.03.2018). Wypowiedzi A. Głapińskiego stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy stóp procentowych NBP (pierwsza podwyżka stóp o 25 pb w listopadzie 2019 r.).
- **Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w marcu do 1,3% r/r wobec 1,4% w lutym, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji (o 0,2 pp.) była niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w marcu do 0,6% r/r wobec 0,8% w lutym. Jej obniżenie wynikało ze spadku dynamiki cen w szeregu kategorii: "wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego",

"zdrowie", "rekreacja i kultura" oraz "inne wydatki na towary i usługi". Przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, co wynikało przede wszystkim z ustąpienia efektów wysokiej bazy w kategorii "warzywa", związanych z ubiegłorocznymi przymrozkami na południu Europy (por. MAKROpuls z 13.04.2018). Spadek inflacji bazowej w marcu będący skutkiem obniżenia dynamiki cen w szeregu jej kategorii świadczy naszym zdaniem o utrzymującym się braku presji inflacyjnej w gospodarce. W kolejnych miesiącach oczekujemy jednak łagodnego wzrostu inflacji bazowej. Będzie on związany z rosnącą presją kosztową i popytową wraz z prognozowanym przez nas umiarkowanie szybkim wzrostem nominalnych wynagrodzeń. Dodatkowo do lipca br. wzrostowi inflacji będą sprzyjać efekty niskiej bazy sprzed roku w kategorii "paliwa". Wspomniane wyżej czynniki oddziałujące w kierunku wzrostu inflacji zostaną jednak zawiązką skompensowane przez prognozowany przez nas dalszy spadek dynamiki cen żywności, która w IV kw. br. ukształtuje się nieznacznie poniżej zera. W efekcie prognozujemy, że inflacja zmniejszy się w 2018 r. do 1,4% r/r wobec 2,0% w 2017 r.

- ✔ **W lutym odnotowano w Polsce deficyt na rachunku obrotów bieżących w wysokości 1 017 mln EUR wobec nadwyżki na poziomie 2 072 mln EUR w styczniu.** Jednocześnie jest to największy deficyt od lipca 2015 r. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald dochodów pierwotnych, dochodów wtórnych, obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 1 852 mln EUR, 681 mln EUR, 417 mln EUR oraz 139 mln EUR niższe niż w styczniu). Zgodnie z komunikatem NBP obniżenie salda dochodów pierwotnych było w znacznym stopniu skutkiem ujemnego salda dochodów z inwestycji (dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich). Dynamika eksportu zmniejszyła się w lutym do 5,7% r/r wobec 11,7% w styczniu, a dynamika importu spadła do 8,3% wobec 16,3%. Ubiegłotygodniowe dane nt. bilansu płatniczego stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB w I kw. zmniejszy się do -0,1% wobec 0,3% w IV kw. 2017 r.
- ✔ **Saldo niemieckiego bilansu handlowego zmniejszyło się w lutym do 19,2 mld EUR wobec 21,5 mld w styczniu.** Jego obniżenie nastąpiło przy jednoczesnym spadku dynamik eksportu (-3,2% m/m w lutym wobec -0,4% w styczniu) oraz importu (-1,3% wobec -0,2%). Od stycznia br. można zaobserwować lekkie pogorszenie koniunktury w niemieckiej gospodarce znajdujące odzwierciedlenie m.in. w obniżającej się dynamice eksportu w ujęciu r/r oraz zmniejszeniu wartości wskaźnika PMI dla przetwórstwa. Biorąc pod uwagę, że spadek odnotowały również składowe indeksy PMI dla przetwórstwa dotyczące nowych zamówień ogółem oraz nowych zamówień eksportowych (mające charakter wyprzedzający względem tempa aktywności w przetwórstwie) uważamy, że spowolnienie w niemieckim przemyśle może potrwać jeszcze kilka miesięcy. Niższa aktywność gospodarcza u naszego głównego partnera handlowego będzie miała negatywny wpływ na tempo wzrostu polskiego eksportu. Powyższe tendencje stanowią również lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, że kwartalna dynamika niemieckiego PKB w I kw. br. nie zmieni się w porównaniu do IV kw. 2017 r. i wyniesie 0,6%.
- ✔ **Saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w marcu do -5,0 mld USD wobec 33,7 mld USD w lutym, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (27,2 mld USD).** Jest to jednocześnie pierwszy deficyt w chińskim handlu zagranicznym od lutego 2017 r. Obniżenie salda chińskiego bilansu handlowego wynikało ze zwiększenia dynamiki importu (14,4% r/r w marcu wobec 6,3% w lutym) przy jednoczesnym silnym spadku dynamiki eksportu (-2,7% r/r w marcu wobec 44,5% w lutym). Obniżenie dynamiki chińskiego eksportu jest spójne z obserwowanym w ostatnich miesiącach zmniejszeniem tempa wzrostu aktywności gospodarczej w światowej gospodarce. Jest ono sygnalizowane przez spadek indeksów PMI, który ma szeroki zakres geograficzny i dotyczy kluczowych gospodarek (strefa euro, USA).

## S&P podniósł perspektywę ratingu Polski

Zgodnie z oczekiwaniami agencja ratingowa Standard & Poor's utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie BBB+. Jednocześnie wbrew naszym i rynkowym oczekiwaniom (por. MAKROmapa z 09.04.2018) agencja zmieniła perspektywę ratingu ze stabilnej na pozytywną. W uzasadnieniu do decyzji, S&P zaznaczył, że ożywienie gospodarcze w Polsce będzie trwało dłużej niż agencja wcześniej oczekiwała, co będzie miało pozytywny wpływ na sytuację w finansach publicznych. Zmiana perspektywy jest również odzwierciedleniem przekonania S&P, że zacieśnienie systemu podatkowego przez rząd przyczyniło się do trwałego wzrostu dochodów budżetowych o ok. 0,5% PKB. Ponadto agencja zwróciła uwagę, że rząd najprawdopodobniej poradzi sobie z potencjalnymi czynnikami ryzyka związanymi z przegrzewającą się (w ocenie S&P) gospodarką oraz złagodzi napięcia na linii Polska – Unia Europejska. Agencja uważa, że obecny konflikt z UE nie doprowadzi do nałożenia sankcji na Polskę.

Agencja S&P zrewidowała w górę prognozowane tempo wzrostu gospodarczego w br. o 0,7 pkt. proc. w porównaniu do oceny z października 2017 r. do 4,5% r/r. Źródłem rewizji jest wyższy wkład eksportu netto. Z kolei prognoza inwestycji nie uległa zmianie. Ścieżka dynamiki PKB w kolejnych latach nie zmieniła się (por. tabela poniżej) i wskazuje na lekkie spowolnienie wzrostu gospodarczego do 3,0% r/r w 2021 r. W średnim okresie agencja nie dostrzega istotnych czynników ryzyka dla perspektyw gospodarczych w Polsce. W długim okresie, sytuacja wygląda – w ocenie agencji – już mniej korzystnie. Wzrost gospodarczy będzie ograniczany przez niekorzystne tendencje demograficzne (starzenie się społeczeństwa) oraz potencjalnie przez przedłużający się konflikt z Unią Europejską, który może oddziaływać w kierunku pogorszenia klimatu inwestycyjnego w Polsce. W rezultacie S&P szacuje, że w długim okresie tempo wzrostu gospodarczego w Polsce obniży się do 2,0% r/r.

Wybrane prognozy Standard&Poor's dotyczące Polski

Wskaźnik	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,5	3,5	3,0	3,0
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,2	6,5	4,5	4,0	4,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	-2,5	-2,9	-3,1
Saldo bilansu handlowego (% PKB)	-2,1	-0,1	-0,8	0,5	0,7	0,2	-1,2	-2,3	-2,7	-3,1
Saldo sektora General Government (% PKB)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,5	-2,0	-2,5	-2,5	-2,5
Dług publiczny (% PKB)	53,7	55,7	50,2	51,1	54,1	50,6	49,5	49,3	49,3	49,4
Inflacja CPI (% r/r)	3,6	0,8	0,1	-0,7	-0,2	1,6	2,5	3,5	3,0	3,0

Źródło: S&P, Credit Agricole

S&P wyraźnie obniżył oczekiwaną ścieżkę długu publicznego w relacji do PKB, średnio o 4,0 pkt. proc. w latach 2018-2020. W rezultacie agencja prognozuje, że dług sektora obniży się z 50,6 pkt. w 2017 r. do 49,4 pkt. w 2021 r. Rewizja ta wynika przede wszystkim z lepszej od oczekiwań realizacji wskaźnika długu w relacji do PKB na koniec 2017 r. Oczekiwany deficyt w relacji do PKB w najbliższych latach nie uległ wyraźnym zmianom i kształtuje się na poziomie 2,0% PKB w br. i 2,5% PKB w latach 2019-2021. Ponadto agencja zwróciła uwagę, że o ile szybki nominalny wzrost gospodarczy oraz reformy systemu podatkowego przyczyniają się do poprawy sytuacji w finansach publicznych, polityka fiskalna wciąż pozostaje procykliczna. W ocenie S&P możliwość finansowania zadłużenia głównie obligacjami nominowanymi w złotych o dalekim terminie zapadalności jest czynnikiem oddziałującym w kierunku poprawy wiarygodności kredytowej Polski.

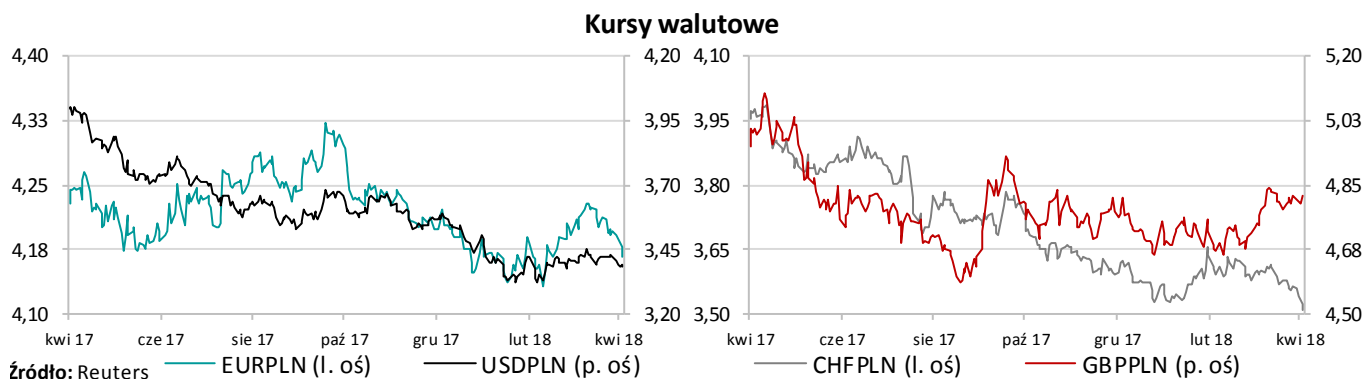
Pozytywna perspektywa wskazuje na podwyższone prawdopodobieństwo podwyżki ratingu Polski w ciągu najbliższych 24 miesięcy. Zgodnie z komunikatem, rating mógłby być podniesiony, jeśli utrzyma się szybkie tempo wzrostu gospodarczego bez zwiększenia długu zagranicznego (tj. bez wzrostu deficytu w



na rachunku obrotów bieżących) oraz jeśli zadłużenie sektora w relacji do PKB będzie się dalej wyraźnie zmniejszać (np. dzięki utrzymywaniu nadwyżki budżetowej). Podwyżka ratingu mogłaby nastąpić również, jeśli rząd dostosowałby swoją politykę fiskalną w celu przygotowania się na niekorzystne dla finansów publicznych efekty starzenia się społeczeństwa.

Oczekujemy, że w kolejnych latach rząd będzie kształtował politykę fiskalną w taki sposób, że deficyt sektora finansów publicznych ukształtuje się poniżej granicy 3% PKB (por. MAKROMAPA z 09.04.2018). Zgodnie z wynikami naszych symulacji, w warunkach wzrostu PKB na poziomie co najmniej 3% 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. Nasz scenariusz jest spójny z przedstawioną wyżej prognozą S&P. Komunikat agencji wskazuje, że przy formułowaniu swojej oceny kredytowej S&P będzie zwracał szczególną uwagę łącznie na perspektywę wzrostu gospodarczego, długu publicznego i salda obrotów bieżących. W rezultacie uważamy, że pomimo utrzymywania się relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, oczekiwany przez nas i S&P tylko nieznaczny spadek długu w relacji do PKB nie będzie wystarczającym argumentem do podniesienia ratingu Polski w najbliższych kwartałach. Prognozowany przez nas spadek salda obrotów bieżących (aczkolwiek w mniejszej skali niż oczekuje S&P) również będzie czynnikiem uzasadniającym brak podwyżki ratingu. Oczekujemy, że zmiana perspektywy ratingu na pozytywną będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji w najbliższych dniach.

## Czy rynek walutowy pozostanie odporny na retorykę D. Trumpa?

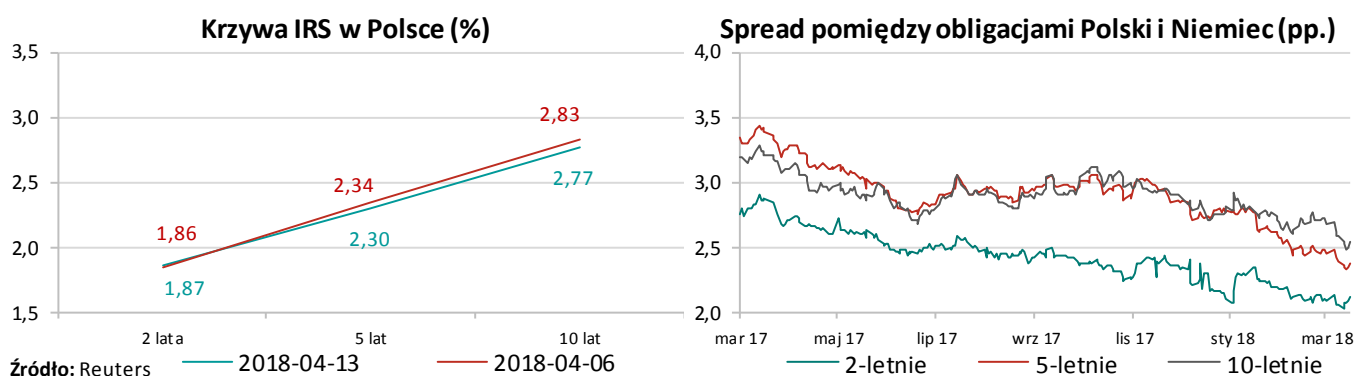


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1664 (umocnienie złotego o 0,7%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN utrzymywał się w trendzie spadkowym, co wynikało z obniżenia światowej awersji do ryzyka. Wzrostowi apetytu na ryzyko sprzyjała poprawa sytuacji na amerykańskich giełdach. Wypowiedzi D. Trumpa nt. potencjalnej interwencji zbrojnej w Syrii oraz wojny handlowej z Chinami miały ograniczony wpływ na rynek. Decyzja S&P o zmianie perspektywy ratingu Polski ze stabilnej na pozytywną (patrz powyżej) została opublikowana po zamknięciu rynku, tym samym nie miała ona wpływu na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu złoty zyskiwał również względem franka szwajcarskiego (umocnienie złotego o 1,5%) oraz dolara amerykańskiego (umocnienie złotego o 1,1%). Spośród głównych walut kurs złotego nie zmienił się natomiast względem funta brytyjskiego. Wynikało to z silnego spadku kursu EURGBP w czwartek w reakcji na wypowiedzi brytyjskiego ministra ds. Brexitu D. Davisa, zgodnie z którymi w okresie przejściowym po Brexicie nie zmienią się warunki prowadzenia biznesu. Jednocześnie zaznaczył on, że Brexit nie spowoduje masowego odpływu firm świadczących usługi finansowe z Wielkiej Brytanii.

Ubiegłotygodniowa decyzja S&P o zmianie perspektywy ratingu Polski na pozytywną będzie oddziaływała w kierunku umocnienia złotego w najbliższych dniach. W tym tygodniu kluczowe dla polskiej waluty będą krajowe dane o produkcji przemysłowej. W przypadku realizacji naszej wyższej od oczekiwań rynku prognozy dane mogą być lekko pozytywne dla złotego. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), podobnie jak liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, indeksy NY Empire State i Philadelphia FED) i Chin (PKB, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich) będą naszym zdaniem neutralne dla złotego. Czynnikiem ryzyka w dół dla kursu złotego w tym tygodniu może być ewentualny wzrost awersji do ryzyka po przeprowadzonym w weekend ataku raketowym USA na cele związane z programem chemicznym w Syrii.

## Spadek stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 1,87 (spadek o 1pb), 5-letnie do 2,30 (spadek o 4pb), a 10-letnie do poziomu 2,77 (spadek o 6pb). Przez cały ubiegły tydzień utrzymywał się spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim. Krajowe czynniki (posiedzenie RPP, finalne dane o inflacji) były neutralne dla stawek IRS. Decyzja S&P o zmianie perspektywy ratingu Polski na pozytywną (patrz powyżej) została opublikowana po zamknięciu rynku, tym samym nie miała ona wpływ na stawki IRS.

W styczniu 2016 r. po nieoczekiwanej decyzji agencji S&P o obniżce ratingu Polski można było zaobserwować wzrost spreadu pomiędzy rentownościami polskich i niemieckich obligacji. Naszym zdaniem, w tym tygodniu będziemy mieli do czynienia z odwrotną sytuacją. Ubiegłotygodniowa decyzja S&P o zmianie perspektywy ratingu Polski będzie oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS oraz spreadu pomiędzy rentownościami polskich i niemieckich obligacji. Z kolei w kierunku wzrostu stawek IRS będą oddziaływać krajowe dane o produkcji przemysłowej, które mogą w naszej ocenie przyczynić się do ich lekkiego wzrostu. Dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw, a także liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, indeksy NY Empire State i Philadelphia FED) będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS.

## 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)	-280	284	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2072	-1017		
Eksport (r/r, % EUR)	19,7	3,3	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,7		
Import (r/r, % EUR)	19,7	5,0	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3		

\* 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	
Eksport (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
	Eksport 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**
<b>Poniedziałek 16.04.2018r.</b>						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Marzec	0,8	0,6	0,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	-0,1	0,3	0,4
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	22,5	20,0	18,8
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Luty	0,6	0,6	0,6
<b>Wtorek 17.04.2018r.</b>						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	I kw.	6,8	6,8	6,7
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Marzec	9,7	9,7	9,9
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	7,2	6,9	6,2
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Marzec	7,9	7,6	7,6
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Kwiecień	5,1		-1,3
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Marzec	1236	1274	1270
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Marzec	1321	1320	1330
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,9	0,5	0,4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Marzec	77,7	78,0	77,9
<b>Środa 18.04.2018r.</b>						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Marzec	3,7	3,7	3,7
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Marzec	6,8	7,0	6,5
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Marzec	1,4		1,4
<b>Czwartek 19.04.2018r.</b>						
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	-0,2	-0,3	0,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	7,4	4,4	2,9
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Luty	37,6		
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Kwiecień	22,3	21,4	20,0
<b>Piątek 20.04.2018r.</b>						
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Kwiecień	0,1		-0,3

\* 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](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krzysztof JAWORSKI**  
Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**  
Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto: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](mailto: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.