

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja majowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 55,0 pkt. w maju wobec 55,1 pkt. w kwietniu. Zmniejszenie wartości wskaźnika nastąpiło przy nieznacznym pogorszeniu koniunktury we Francji oraz jej lekkiej poprawie w Niemczech. W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 101,7 pkt. w maju z 102,1 pkt. w kwietniu. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne w kontekście oceny perspektyw obserwowanego w ostatnich miesiącach lekkiego spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty oraz wpływu działań protekcyjnych D. Trumpa na nastroje eksporterów. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja Minutes z majowego 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). Publikacja *Minutes* najprawdopodobniej nie dostarczy nowych informacji, które zmieniłyby nasz i rynkowy 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. Podwyżka stóp na czerwcowym posiedzeniu jest obecnie w pełni wyceniana przez rynek, a w rezultacie publikacja *Minutes* będzie naszym zdaniem neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że miesięczna dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe obniżyła się do 0,1% w kwietniu z 2,6% w marcu ze względu na niższą liczbę zamówień w firmie Boeing. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące sprzedaży nowych domów (675 tys. w kwietniu wobec 694 tys. w marcu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,63 mln wobec 5,60 mln w marcu). Zza oceanu napłyną ponadto wyniki badań koniunktury konsumenckiej w maju. Uważamy, że zrewidowany w górę finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (99,0 pkt. wobec 98,8 pkt. w kwietniu), wskaże na nieznaczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
- **W środę zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła w kwietniu o 8,2% r/r wobec 9,2% w marcu.** W kierunku zmniejszenia jej dynamiki oddziaływało ustąpienie pozytywnego efektu związanego z przesunięciem terminu świąt Wielkiejnocy w porównaniu do ub. r. Z kolei korzystna różnica w liczbie dni roboczych oddziaływała w przeciwnym kierunku. Oczekujemy, że większa liczba niedziel z zakazem handlu w porównaniu do marca (cztery wobec dwóch) miała ograniczony negatywny wpływ na sprzedaż detaliczną. W naszej ocenie dane o sprzedaży detalicznej nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Dzisiaj poznamy dane o kwietniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, iż wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 7,8% r/r wobec 1,8% w marcu. W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (9,5%) a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Tempo wzrostu polskiego PKB w I kw. wyniosło 5,1% r/r wobec 4,9% w IV kw., ub. r. a tym samym ukształtowało się ono powyżej oczekiwań rynku (4,8%).** Oczyszczony z wpływu czynników sezonowych PKB zwiększył w I kw. o 1,6% kw/kw wobec wzrostu o 1,0% w IV kw. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem. Pełne dane o PKB zawierające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec maja. Uważamy, że głównym czynnikiem dynamizującym wzrost PKB w I kw. była wyższa dynamika konsumpcji. Pomimo oczekiwanego przez nas przyspieszenia wzrostu inwestycji, ze względu na zmniejszenie wagi nakładów na środki trwałe w PKB pomiędzy IV i I kw., ich wkład do wzrostu PKB najprawdopodobniej zmniejszył się w I kw. Ponadto, dane nt. bilansu handlu zagranicznego sygnalizują, że kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB obniżyła się pomiędzy IV i I kw. (por. MAKROpuls z 15.05.2018). Uważamy, że I kw. 2018 r. był szczytem bieżącego cyklu wzrostu gospodarczego. W kolejnych kwartałach oczekujemy, że tempo wzrostu PKB nadal będzie osiągało relatywnie wysokie poziomy, jednak będzie się ono znajdować w łagodnym trendzie spadkowym. Ubiegłotygodniowe dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy średniorocznej dynamiki PKB w 2018 r. (4,3% r/r w 2018 r. wobec 4,6% w 2017 r.).
- **Inflacja w Polsce zwiększyła się w kwietniu do 1,6% r/r wobec 1,3% w marcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen paliw oraz żywności i napojów bezalkoholowych. Przeciwny efekt miał natomiast spadek inflacji bazowej do 0,6% w kwietniu wobec 0,7% w marcu. Obniżenie inflacji bazowej wynikało przede wszystkim ze spadku dynamiki cen w kategoriach "transport, z wyłączeniem paliw" (efekt wysokiej bazy sprzed roku związany z podwyżką cen biletów lotniczych), "łąączność" (najprawdopodobniej dalsze obniżki cen usług telekomunikacyjnych) oraz "inne wydatki na towary i usługi". Dalszy spadek inflacji bazowej 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". Czynnikiem ryzyka w górę dla naszej ścieżki cen paliw jest obserwowany w ostatnich tygodniach wzrost cen ropy naftowej na światowym rynku (por. MAKROpuls z 15.05.2018). Niemniej jednak podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą wspomniane wyżej czynniki oddziałujące w kierunku wzrostu inflacji zostaną z nawiązką skompensowane przez prognozowany przez nas 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.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech nie zmienił się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniósł -8,2 pkt., pozostając tym samym na najniższym poziomie od listopada 2012 r.** Zgodnie z komunikatem, w kierunku poprawy nastrojów oddziaływały lepsze od oczekiwań dane nt. niemieckiego eksportu oraz produkcji przemysłowej. Ich pozytywny wpływ został jednak skompensowany przez wzrost napięcia geopolitycznego z uwagi na decyzję USA o wycofaniu się z nuklearnego porozumienia z Iranem oraz protekcyjną politykę prowadzoną przez USA. Negatywny dla nastrojów respondentów był również obserwowany w ostatnich tygodniach wzrost cen ropy naftowej. Indeks ZEW w połączeniu z danymi o niemieckim PKB w I kw. (patrz powyżej) stanowi istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą niemiecki PKB zwiększy się w 2018 r. o 2,5% wobec 2,2% w 2017 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin.** Wskazały one na ogół na obniżenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w kwietniu. Dynamika sprzedaży

detalicznej obniżyła się do 9,4% wobec 10,1% w marcu, inwestycji w aglomeracjach miejskich do 7,0% wobec 7,5%, z kolei dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 7,0% wobec 6,0%. Ubiegłotygodniowe dane z Chin są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w 2018 r. do 6,6% wobec 6,9% w 2017 r.

- ❗ **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększył się w marcu do 982 mln EUR wobec 972 mln EUR w lutym.** Na nieznaczny spadek salda na rachunku obrotów bieżących złożyły się niższe salda dochodów pierwotnych oraz usług (odpowiednio o 343 mln EUR i 241 mln EUR niższe niż w lutym) oraz wyższe salda dochodów wtórnych oraz obrotów towarowych (odpowiednio o 290 mln EUR i 284 mln EUR wyższe niż w kwietniu). Dynamika eksportu zmniejszyła się w marcu do -2,0% r/r wobec 5,5% w lutym, a dynamika importu spadła do 1,6% wobec 8,3%. W kierunku obniżenia dynamik eksportu oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, a także obserwowane w ostatnich miesiącach zmniejszenie aktywności w światowym handlu. Warto zauważyć, że dynamika eksportu przyjęła ujemną wartość po raz pierwszy od października 2016 r. Szacujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB w I kw. zmniejszyła się do -0,1% wobec 0,3% w IV kw. 2017 r.
- ❗ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. 2018 r. zmniejszyła się do 0,4% wobec 0,7% w IV kw. (2,5% r/r w I kw. wobec 2,8% w IV kw.). W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała niższa dynamika PKB m.in. w Niemczech (0,3% kw/kw w I kw. wobec 0,6% w IV kw.) oraz we Francji (0,3% wobec 0,7%). We Włoszech oraz w Hiszpanii kwartalne tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. nie zmieniło się w porównaniu do IV kw. 2017 r. i wyniosło odpowiednio 0,3% oraz 0,7%. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w strefie euro w 2018 r. nie zmieni się w porównaniu do 2017 r. i wyniesie 2,4% r/r.
- ❗ **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 (por. MAKROpuls z 16.05.2018). Ton konferencji po posiedzeniu Rady nie uległ zmianie w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Prezes NBP A. Glapiński zwrócił uwagę, że obecnie nie dostrzega on presji inflacyjnej, presji płacowej i nierównowag w gospodarce. Podtrzymał on ocenę, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie najprawdopodobniej do końca 2019 r., a w przypadku gdy nie wystąpią niespodziewane zdarzenia (np. ryzyko polityczne za granicą) również w 2020 r. Podobnego zdania był obecny na konferencji członek RPP K. Zubelewicz. Z kolei J. Osiatyński stwierdził, że jest to długi horyzont prognozy i nie jest tak "odważny w swoich przewidywaniach". Podobnie jak przed miesiącem Prezes NBP zwrócił uwagę, że prawdopodobieństwo dalszych obniżek stóp procentowych jest niewielkie "ze względu na strukturę systemu bankowego". Jego zdaniem w czysto hipotetycznej sytuacji silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego i zerowej inflacji RPP najprawdopodobniej będzie łagodziła politykę pieniężną z użyciem niestandardowych narzędzi. Wypowiedzi A. Glapińskiego stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy stóp procentowych NBP (pierwsza podwyżka stóp o 25 pb w listopadzie 2019 r.).
- ❗ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w kwietniu do 7,8% r/r z 6,7% w marcu, kształtując się wyraźnie powyżej naszej prognozy równej konsensusowi rynkowemu (7,1%).** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia rocznej dynamiki płac był efekt niskiej bazy sprzed roku związany z ustąpieniem wpływu wypłat premii w górnictwie. Ponadto w kwietniu br. zostały wypłacone nagrody roczne w Biedronce, co również było czynnikiem dynamizującym wzrost wynagrodzeń. Wsparciem dla dynamiki wynagrodzeń były również czynniki statystyczne związane z korzystną różnicą w liczbie dni

roboczych, podbijające dynamikę płac pracowników zatrudnionych na akord (por. MAKROpuls z 18.05.2018). Roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 3,7% r/r. Naszym zdaniem czynnikiem wspierającym wzrost zatrudnienia jest stopniowe przyspieszenie realnego wzrostu płac, sprzyjające powrotowi na rynek pracy osób dotychczas nieaktywnych zawodowo, a także rosnące rejestrowane zatrudnienie imigrantów z Ukrainy. Szacujemy, że realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zwiększyła się w kwietniu do 10,0% r/r wobec 9,3% w marcu i w całym I kw. Przyspieszenie realnego tempa wzrostu funduszu płac stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki spożycia prywatnego w II kw. 2018 r. (4,4% r/r wobec 5,4% w I kw.).

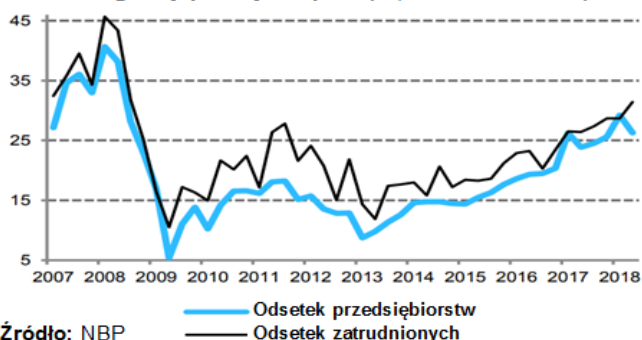
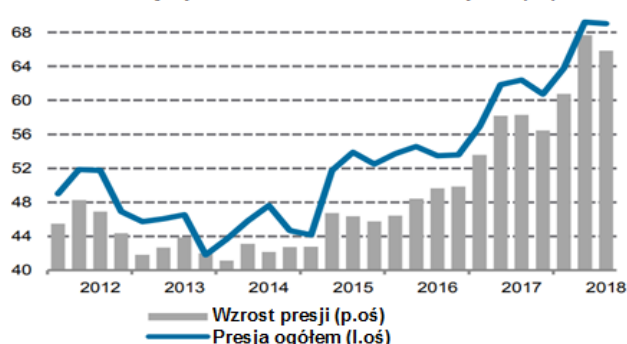
➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 0,7%. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w kwietniu do 78,0% wobec 77,6% w marcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. miesięcznej dynamiki nominalnej sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się do 0,3% w kwietniu wobec 0,8% w marcu, co wynikało przede wszystkim z niższej sprzedaży samochodów. Po wyłączeniu samochodów dynamika sprzedaży detalicznej w zmniejszyła się do 0,3% m/m w kwietniu wobec 0,4% w marcu. Na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane nt. pozwoleń na budowę (1352 tys. w kwietniu wobec 1377 tys. w marcu) oraz rozpoczętych budów domów (1287 tys. wobec 1336 tys.). W zeszłym tygodniu dobrych sygnałów nt. koniunktury w przetwórstwie dostarczyły indeksy NY Empire State (20,1 pkt. w maju wobec 15,8 pkt. w kwietniu) oraz Philadelphia FED (34,4 pkt. w maju wobec 23,2 pkt. w kwietniu). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się z 2,3% w I kw. do 3,1% w II kw.

➤ Presja płacowa wciąż umiarkowana

Dwa tygodnie temu GUS opublikował komunikat w sprawie przeciętnego wynagrodzenia w I kw. 2018 r. Nominalne tempo wzrostu płac w gospodarce narodowej wyniosło 6,2% r/r wobec 7,1% w IV kw. ub. r. W rezultacie ukształtowało się ono znacząco poniżej naszych oczekiwań równych prognozie NBP przedstawionej w marcowym Raplocie o Inflacji (6,8%). Na majowej konferencji RPP prezes NBP, A. Głapiński nie odniósł się explicite do przestrzelenia w dół prognozy NBP. Zwrócił on jednak uwagę, że nie dostrzega on obecnie presji płacowej w gospodarce. Dalsze kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń jest szczególnie istotne z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej. Dlatego poniżej przedstawiamy nasze oczekiwania dotyczące głównych tendencji w tym zakresie.

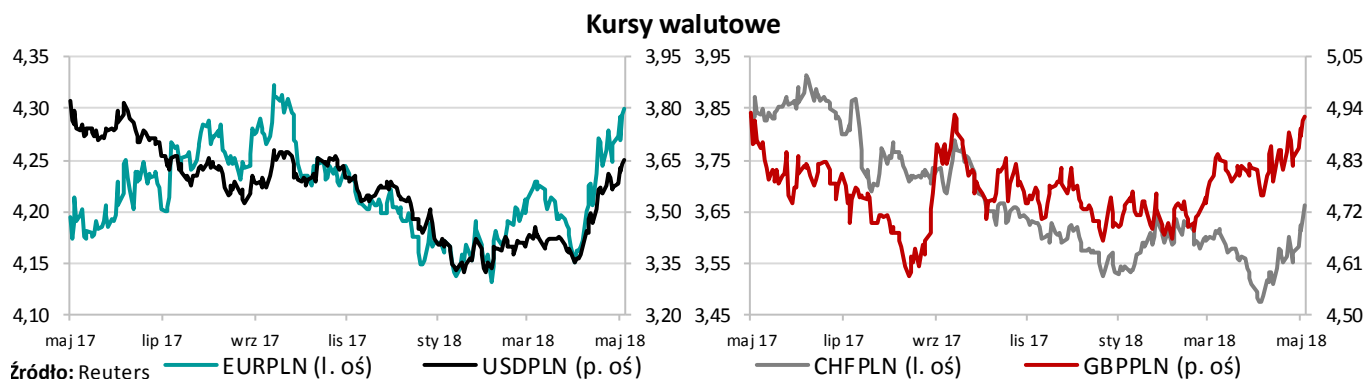
W uproszczeniu zatrudnionych w gospodarce narodowej możemy podzielić na sektor przedsiębiorstw (dalej SP), pracowników usług sektora prywatnego nieujętych w SP (m.in. działalność finansowa i ubezpieczeniowa, badania naukowe i prace rozwojowe) oraz sektor publiczny. W przypadku sektora publicznego w ostatnich latach mieliśmy do czynienia z zamrożeniem płac. Z początkiem br. podniesione zostało wynagrodzenie zasadnicze pracowników samorządowych. Wpływ tej podwyżki jest już jednak uwzględniony w tempie wzrostu płac za I kw. i w kolejnych kwartałach 2018 r. będzie ona neutralna dla dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej. Zgodnie z dostępnymi obecnie informacjami po I kw. br. wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym odnotują (bądź już odnotowali) nauczyciele, pracownicy służb mundurowych, lekarze oraz pielęgniarki. Biorąc pod uwagę udział tych pracowników w całkowitym zatrudnieniu w Polsce, łączna skala tych podwyżek będzie miała jednak tylko ograniczony pozytywny wpływ na tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej i wygaśnie on po roku.

Z odmienną sytuacją mamy do czynienia w sektorze prywatnym, w tym w szczególności w SP. Zgodnie z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu danymi GUS, nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób zwiększyła się w kwietniu do 7,8% r/r z 6,7% w marcu i 7,1% w I kw. Dynamika nominalnych wynagrodzeń ukształtowała się tym samym na najwyższym poziomie od stycznia 2012 r. Wyniki badań ankietowych wskazują na prawdopodobny dalszy szybki wzrost wynagrodzeń. Zgodnie z badaniem Barometr Rynku Pracy za I kw. 2018 r., opracowywanym przez firmę Work Service, skłonność pracodawców do podwyżek jest obecnie najwyższa na tle ostatnich lat. W porównaniu z poprzednią edycją raportu, odsetek firm planujących zwiększenie wynagrodzeń wzrósł o 17,7 pkt. proc., a tym samym ich udział na poziomie 29% jest najwyższy w historii wszystkich edycji badania (od 2013 r.). Podobne tendencje na rynku pracy przedstawia badanie NBP („Szybki Monitoring, kwiecień 2018 r.”). Wysoki jest zarówno raportowany odsetek przedsiębiorstw planujących podwyższyć wynagrodzenia w II kw. br. (26,3%), jak i udział zatrudnionych w przedsiębiorstwach planujących podwyżki (31,4%). Zgodnie z badaniem zwiększyła się również przeciętna skala planowanych podwyżek (do 6,5% w grupie przedsiębiorstw, które zamierzają zmieniać wynagrodzenia). Większość firm (69%) odnotowuje występowanie presji płacowej, przy czym 22% przedsiębiorstw sygnalizuje jej nasilenie. Wyniki badań ankietowych stanowią wsparcie dla naszego scenariusza kształtowania się wynagrodzeń w SP. W kolejnych kwartałach oczekujemy bowiem, że roczna dynamika płac w SP będzie się kształtować w przedziale 7-8%, wspierana przez narastającą presję płacową w szeregu branż.

Prognozy podwyżek płac (% , odsezonowane)

Presja pracowników na wzrost płac (%)


Biorąc pod uwagę oczekiwaną przez nas stabilizację dynamiki płac w sektorze publicznym oraz przyspieszenie wzrostu nominalnych wynagrodzeń w SP (a w rezultacie również w całym sektorze prywatnym) prognozujemy, że wynagrodzenia w gospodarce narodowej zwiększą się o 6,2% w 2018 r. i 6,5% w 2019 r. wobec wzrostu o 5,3% w 2017 r. Przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń będzie oddziaływało w kierunku narastania presji kosztowej i wzrostu inflacji. Analizy wpływu rosnących płac na inflację nie można jednak opierać bezpośrednio na kształtowaniu się dynamiki wynagrodzeń. Do oceny wpływu wzrostu płac na wysokość kosztów ponoszonych przez firmy konieczne jest również uwzględnienie tempa wzrostu wydajności pracy. Uwzględniając tendencje w tym zakresie (por. MAKROmapa z 29.01.2018) oczekujemy tylko umiarkowanego wzrostu inflacji bazowej, a w rezultacie również inflacji ogółem (1,7% r/r w 2019 r. wobec 1,4% w br.). Zarysowany powyżej scenariusz stanowi wsparcie dla naszej prognozy zakładającej pierwszą podwyżkę stóp procentowych w listopadzie 2019 r.

Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego

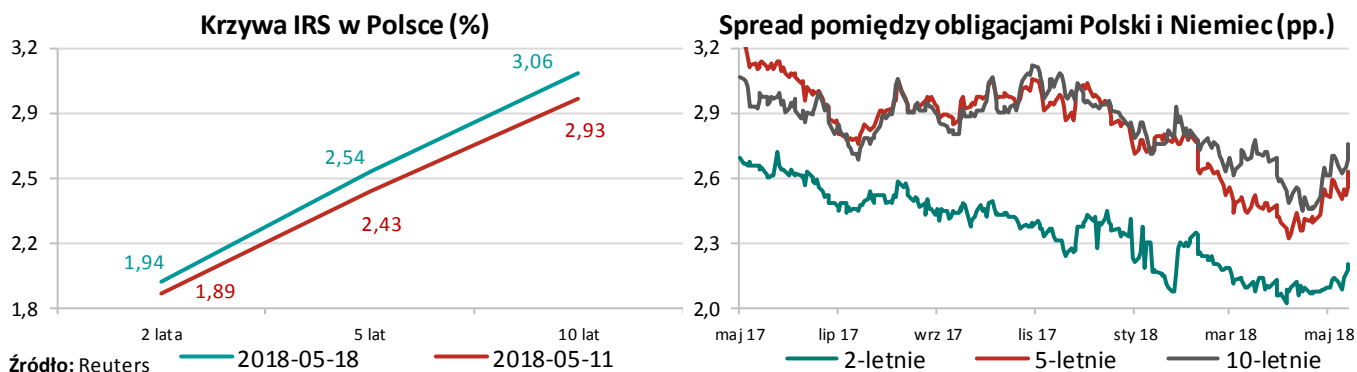


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2997 (osłabienie złotego o 0,8%). Przez cały tydzień kurs złotego, podobnie jak innych walut rynków wschodzących, znajdował się w lekkim trendzie spadkowym. Deprecjacja złotego wynikała z podwyższonej awersji do ryzyka obrazowanej wzrostem indeksu VIX. Pogorszenie nastrojów rynkowych było związane m.in. z wzrostem ryzyka politycznego we Włoszech oraz informacjami, że Korea Północna może wycofać się z planowanego szczytu z USA. Krajowe i zagraniczne publikacje danych makroekonomicznych miały ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego.

Z uwagi na naturę ubiegłotygodniowego osłabienia polskiej waluty, które było przede wszystkim wynikiem podwyższonej awersji do ryzyka, złoty tracił również względem innych głównych walut. W efekcie, w ubiegłym tygodniu polska waluta osłabiła się względem dolara amerykańskiego (o 2,2%), franka szwajcarskiego (o 2,5%) i funta brytyjskiego (o 1,7%).

W tym tygodniu istotna dla złotego będzie publikacja danych o produkcji przemysłowej w Polsce. Uważamy, że materializacja naszej niższej od konsensusu prognozy będzie negatywna dla kursu złotego. Dane z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, wstępne zamówienia na dobra trwałe użytku) oraz wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (wstępne indeksy PMI, a także indeks Ifo dla Niemiec) będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego będą naszym zdaniem również krajowe dane o sprzedaży detalicznej oraz publikacja *Minutes* z majowego posiedzenia FOMC.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro w centrum uwagi rynków



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,9426 (wzrost o 6pb), 5-letnie do 2,535 (wzrost o 11pb), a 10-letnie do poziomu 3,0601 (wzrost o 13pb). Przez cały ubiegły tydzień stawki

IRS w Polsce zmieniały się w ślad za rynkiem niemieckim. W kierunku ich zwiększenia oddziaływał wzrost ryzyka politycznego we Włoszech. Konferencja po posiedzeniu RPP, jak również publikacje danych makroekonomicznych, miały ograniczony wpływ na stawki IRS.

Dane z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, wstępne zamówienia na dobra trwałego użytku) oraz wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (wstępne indeksy PMI, a także indeks Ifo dla Niemiec) będą w naszej ocenie neutralne dla stawek IRS. Ograniczony wpływ na rynek będą miały naszym zdaniem również krajowe dane o sprzedaży detalicznej. W kierunku spadku stawek IRS będzie oddziaływała natomiast publikacja danych o produkcji przemysłowej w Polsce. Oczekujemy, że publikacja *Minutes* z majowego posiedzenia FOMC nie spotka się z wyraźną reakcją stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	maj 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	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,24
Kurs USDPLN*	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,48
Kurs CHFPLN*	3,90	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,59	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,57
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,5	9,3	4,4	6,3	8,9	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,9	7,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,3	0,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	8,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	7,6	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,2	
Saldo ROB (mln EUR)	284	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2072	-972	-982		
Eksport (r/r, % EUR)	3,3	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,5	-2,0		
Import (r/r, % EUR)	5,0	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	1,6		

* 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)	4,4	4,0	5,2	4,9	5,1	4,3	4,2	3,9	4,6	4,3	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	4,5	4,9	4,7	5,0	5,4	4,4	4,3	4,2	4,8	4,6	3,6	
Inwestycje (% r/r)	1,4	1,3	3,6	5,4	6,5	6,0	5,5	5,0	3,4	5,6	3,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	11,2	4,5	9,2	8,2	7,5	6,5	6,6	6,0	8,2	6,6	5,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	11,1	8,0	7,0	8,9	8,1	7,8	7,5	7,0	8,7	7,6	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,8	2,9	2,8	2,5	3,5	2,6	2,6	2,1	2,7	2,7	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,2	0,6	1,4	0,8	1,0	0,9	1,2	0,6	1,0	0,6
	Eksport netto (pp.)	0,5	-1,5	1,3	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	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	6,6	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	6,2	6,1	6,4	6,3	5,3	6,2	6,5	
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	1,9	2,3	1,5	1,5	1,6	1,1	2,0	1,4	1,7	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,73	1,73	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,72	1,70	1,95	
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	4,25	4,24	4,22	4,18	4,22	4,15	
USDPLN**	3,97	3,70	3,65	3,48	3,42	3,46	3,39	3,35	3,48	3,35	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 21.05.2018r.						
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	0,3	0,7	0,8
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	1,8	7,8	9,5
Wtorek 22.05.2018r.						
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Maj	-3,0		
Środa 23.05.2018r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	58,1	57,6	57,8
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Kwiecień	9,2	8,2	8,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	54,7	54,8	54,7
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	56,2	55,9	56,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Maj	55,1	55,0	55,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	56,5		56,5
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	0,4		0,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	694	675	679
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Maj			
Czwartek 24.05.2018r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,3	0,3	0,3
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	5,8	6,0	5,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	222		220
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	5,60	5,63	5,57
Piątek 25.05.2018r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Maj	102,1	101,7	101,9
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Kwiecień	6,6	6,2	6,3
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	2,6	0,1	-1,4
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	98,8	99,0	98,8

* 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