W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBC wydłuży w tym tygodniu pogram skupu aktywów do grudnia 2018 r., ograniczając jego skalę do 15 mld EUR począwszy od września 2018 r. Dostrzegamy jednak istotne ryzyko, że EBC wstrzyma się z tą decyzją do lipcowego posiedzenia ze względu na ryzyko polityczne we Włoszech i niepewność dotyczącą perspektyw inflacji i PKB w strefie euro. Nasz scenariusz bazowy jest zgodny z ubiegłotygodniową wypowiedzią P. Praeta, członka Zarządu EBC, który stwierdził, że EBC jest zadowolony z obecnego kształtowania się inflacji. Po posiedzeniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Uważamy, że ścieżka inflacji ogółem zostanie zrewidowana w górę w br. i w dół w 2019 r. (przy niezmienionej prognozie inflacji bazowej) w porównaniu do marcowej prognozy. Z kolei oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego w br. zostanie obniżone i nie zmieni się wyraźnie w latach 2019-2020 w porównaniu do marcowej prognozy. Oczekujemy, że podczas konferencji po posiedzeniu będziemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych. W przypadku materializacji naszego scenariusza alternatywnego (status quo w tym tygodniu) będziemy mieli najprawdopodobniej do czynienia z umocnieniem dolara względem euro i osłabieniem złotego względem euro (ze względu na ujemną korelację kursów EURUSD i EURPLN obserwowaną w ostatnich dniach).
- **W środę odbędzie się posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED podniesie w tym tygodniu docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 25 pb do [1,75%; 2,00%]. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie czerwcowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Uważamy, że prognozy te będą szczególnie ważne w kontekście wpływu ekspansywnej polityki fiskalnej i nasilających się tendencji protekcjonistycznych w światowym handlu na gospodarkę USA. Oczekujemy, że prognozowane tempo wzrostu gospodarczego i ścieżka inflacji bazowej zostaną nieznacznie podniesione w latach 2019-2020 w porównaniu do marcowej projekcji. Z kolei ścieżka stopy bezrobocia zostanie zrewidowana w dół. Uważamy, że ścieżka stóp w marcowej projekcji zostanie nieznacznie zrewidowana w górę. Projekcja najprawdopodobniej wskaże, że zgodnie z oczekiwaniami członków FOMC docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych na koniec br. wyniesie [2,25%; 2,50%]. Mediana w marcowej projekcji wskazywała na przedział [2,00%; 2,25%] przy nieznacznej tylko przewadze członków opowiadających się za takim lub niższym poziomem. W naszej ocenie oczekiwana skala zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych latach nie ulegnie zmianie. Obecnie rynek kontraktów terminowych wycenia dwie (w tym czerwcową) podwyżki stóp procentowych FED (łącznie 50pb) do końca br. Uważamy, że publikacja projekcji FOMC wskazująca na szybsze tempo zacieśniania polityki pieniężnej od oczekiwań rynkowych będzie lekko negatywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła 0,2%. Na stabilizację tempa wzrostu nominalnej sprzedaży złożyły się niższa sprzedaż w branży motoryzacyjnej oraz wyższe ceny paliw. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 0,0% m/m w maju wobec 0,7% w kwietniu, co wynikało ze spadku produkcji w ciepłownictwie (efekt wyjątkowo ciepłego maja po relatywnie niskiej na tle historycznym temperaturze w kwietniu). Prognozujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w maju do 2,8% r/r wobec 2,5% w kwietniu ze względu na wyższą inflację bazową (2,2% r/r wobec 2,1% w kwietniu) oraz szybszy wzrost cen paliw. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się do 98,4 pkt. w czerwcu wobec 98,0 pkt. w maju. Z kolei wskaźnik koniunktury w przetwórstwie przemysłowym NY Empire State najprawdopodobniej obniżył się do 18,5 pkt. w czerwcu wobec 20,1 pkt. w maju. Naszym zdaniem publikacje danych z USA pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i ich wpływ na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i**

inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że jego wartość zmniejszyła się do -10,0 pkt. w czerwcu wobec -8,2 pkt. w maju. Pogorszenie nastrojów będzie wynikało głównie ze wzrostu ryzyka politycznego we Włoszech oraz nasilających się tendencji protekcjonistycznych w światowym handlu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury będzie neutralna dla rynków.

- **W czwartek opublikowane zostaną ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że dane miesięczne wskażą najprawdopodobniej na spowolnienie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w maju. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,0% r/r w maju wobec 7,0% w kwietniu, sprzedaż detaliczna wzrosła o 9,5% r/r wobec 9,4%, a inwestycje w aglomeracjach miejskich zwiększyły się o 6,5% r/r wobec 7,0% w kwietniu. Naszym zdaniem publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W środę poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w kwietniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do -81 mln EUR wobec -982 mln EUR w marcu, co będzie wynikało głównie ze zwiększenia salda bilansu handlowego. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się w kwietniu do 9,7% r/r wobec -2,0% w marcu, a dynamika importu wzrosła do 11,6% r/r wobec 1,6%. ze względu na korzystne efekty kalendarzowe. Publikacja danych nie będzie miała w naszej ocenie istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek opublikowane zostaną finalne dane o majowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że inflacja nie zmieni się w porównaniu do wstępnego szacunku (1,7% r/r wobec 1,6% w kwietniu). Do zwiększenia inflacji w maju przyczyniła się wyższa dynamika cen paliw. W przeciwnym kierunku oddziaływało niższe tempo wzrostu cen żywności Szacujemy, że inflacja bazowa wyniosła w maju 0,5-0,6% r/r wobec 0,6% w kwietniu. Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne na lata 2018-2019 (patrz poniżej).** Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2018 r. wyniesie 4,5% r/r (4,3% przed rewizją), a w 2019 r. będzie równe 3,2% (wobec 3,0% w poprzedniej prognozie). Ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy związanych z wysoką dynamiką cen paliw w br. obniżyliśmy naszą prognozę inflacji w 2019 r. (do 1,3% r/r wobec 1,7% w poprzedniej prognozie). Zrewidowaliśmy również nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego i inflacji kształtującej się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP nie zdecyduje się na podniesienie stóp procentowych w listopadzie 2019 r. W rezultacie przesunęliśmy w czasie prognozowaną przez nas pierwszą podwyżkę stóp procentowych na marzec 2020 r.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, w tym m.in. dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz wiarygodną politykę pieniężną. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu są relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz relatywnie wysoki dług zagraniczny netto. Agencja prognozuje, że dług publiczny w 2019 r. wyniesie 49,3% PKB wobec 50,6% na koniec 2017 r., a dynamika PKB w latach 2018 i 2019 wyniesie 4,4% i 3,4%, kształtując się tym samym na poziomie zgodnym z naszą prognozą. Agencja odnotowała ponadto, że zaprezentowany przez Komisję Europejską projekt unijnego budżetu na lata 2021-2027 przewiduje mniejszy napływ środków unijnych do Polski niż w obecnej perspektywie finansowej, a także uzależnienie wypłaty środków unijnych od przestrzegania praworządności. W komunikacie podkreślono jednak, że obecny rating nie

uwzględnia tego co wydarzy się po 2021 r. Podtrzymujemy ocenę, że w horyzoncie kilku kwartałów agencja nie zmieni ratingu Polski oraz utrzyma jego stabilną perspektywę. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

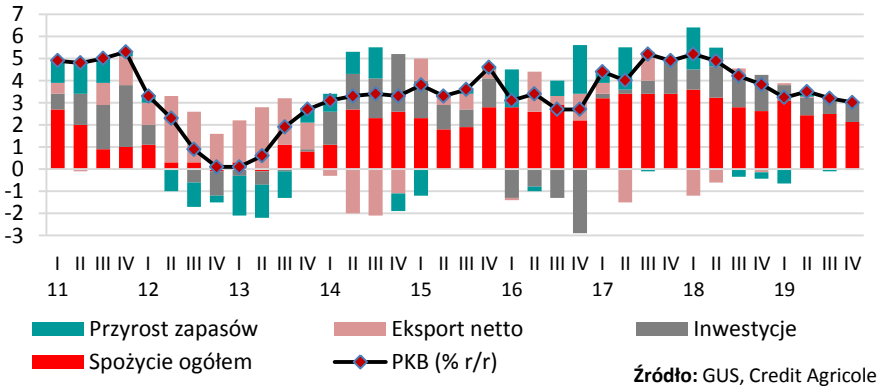
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Podobnie jak przed miesiącem, RPP stwierdziła w komunikacie, że bieżące informacje nadal 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. Wypowiedzi obecnych na konferencji prezesa NBP A. Glapińskiego oraz członków RPP E. Gatnara i R. Sury wskazują, że w porównaniu z ubiegłym miesiącem w ocenie Rady średnioterminowe ryzyko inflacyjne zmniejszyło się. Prezes NBP A. Glapiński zasygnalizował, że ścieżka inflacji oczekiwana w lipcowej projekcji NBP będzie najprawdopodobniej niższa od przewidywanej w projekcji marcowej (por. MAKROpuls z 6.06.2018). Ocenił on również, że łączny proinflacyjny wpływ wyższych cen ropy, obniżenia dynamiki płac i odnotowanego w ostatnich tygodniach osłabienia kursu złotego będzie niewielki. E. Gatnar stwierdził natomiast, że obecnie nie dostrzega on takiej presji płacowej jakiej się spodziewał, a słabszy kurs złotego jest korzystny dla eksporterów. Z kolei R. Sura wskazał na zapowiedziane przez rząd ułatwienia w zatrudnianiu obcokrajowców, które będą oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji płacowej. Jednocześnie A. Glapiński przedstawił pogląd, zgodnie z którym w „dostrzegalnym horyzoncie stabilizacja stóp procentowych wydaje się być czymś oczywistym". Dodał on, że stopy procentowe nie zmienią się "na pewno" do końca 2018 r., a w 2019 r. "z ogromnym prawdopodobieństwem" pozostaną na obecnym poziomie. W ocenie E. Gatnara ewentualne obniżki stóp byłyby negatywne dla stabilności sektora bankowego. Taka ocena jest zgodna z wyrażanym wcześniej przez prezesa NBP poglądem, zgodnie z którym stopy NBP osiągnęły dolną granicę, a ewentualne rozluźnienie polityki pieniężnej będzie realizowane z wykorzystaniem narzędzi niekonwencjonalnych. Wypowiedzi A. Glapińskiego i członków RPP stanowią wsparcie dla naszej prognozy stóp procentowych, zgodnie z którą utrzymają się one na obecnym poziomie do marca 2020 r. (patrz niżej).
- **Amerykański indeks ISM poza przetwórstwem zwiększył w maju do 58,6 pkt. wobec 56,8 pkt. w kwietniu.** W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady wszystkich 4 jego składowych (dla czasu dostaw, aktywności biznesowej, nowych zamówień oraz zatrudnienia). Wzrost składowej dla nowych zamówień nastąpił mimo silnego spadku wskaźnika dla nowych zamówień eksportowych (57,5 pkt. w maju wobec 61,5 pkt. w kwietniu) do najniższego poziomu od grudnia 2017 r. Sygnalizuje to utrzymujący się silny popyt wewnętrzny w amerykańskiej gospodarce i stanowi wsparcie dla naszego scenariusza dla polityki pieniężnej FED (patrz powyżej). Spadek zamówień eksportowych jest spójny z naszą oceną, zgodnie z którą od początku br. obserwowane jest spowolnienie w światowym handlu (historycznie występowała silna korelacja pomiędzy amerykańskim eksportem usług i towarów).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Saldo niemieckiego bilansu handlowego zmniejszyło się w kwietniu do 19,4 mld EUR wobec 21,6 mld EUR w marcu, co było poniżej oczekiwań rynku (20,5 mld EUR). Jego zmniejszenie nastąpiło przy wzroście dynamiki importu (2,2% m/m w kwietniu wobec -0,2% w marcu) oraz spadku dynamiki eksportu (-0,3% w kwietniu wobec 1,8% w marcu). Niższa od oczekiwań okazała się również dynamika produkcji przemysłowej, która obniżyła się w kwietniu do -1,0% m/m z 1,7% w marcu wobec konsensusu rynkowego na poziomie 0,2%. Jej zmniejszenie wynikało z niższego tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie oraz energetyce. W kwietniu zmniejszyła się również dynamika

zamówień w niemieckim przemyśle (-2,5% m/m wobec -1,1% w marcu), co również było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,6%). Warto zauważyć, że jest to czwarty miesiąc z rzędu, w którym zamówienia w niemieckim przemyśle obniżyły się w ujęciu miesięcznym. Mimo to, po wyłączeniu dużych zamówień, zamówienia na dobra kapitałowe oraz dobra trwałego użytku pozostają w trendzie wzrostowym, co może wskazywać na przejściowy charakter obserwowanego od początku br. spowolnienia w niemieckiej gospodarce. Biorąc jednak pod uwagę majowe wyniki badań koniunktury w niemieckim przetwórstwie (PMI), które wskazały na spadek składowych zarówno dla nowych zamówień ogółem oraz nowych zamówień eksportowych istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że spowolnienie w niemieckim przemyśle może potrwać jeszcze kilka miesięcy. W efekcie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB w II kw. br. wzrośnie do 0,6% wobec 0,3% w I kw.

- **Zgodnie z finalnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro obniżyła się w I kw. br. do 0,4% wobec 0,7% w IV kw. 2017 r. (2,5% r/r wobec 2,8%).** W kierunku zmniejszenia kwartalnego tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływały niższe wkłady eksportu netto (-0,1 pp. w I kw. br. wobec 0,4 pp. w IV kw. 2017 r.), inwestycji (0,1 pp. wobec 0,3 pp.) oraz spożycia publicznego (0,0 pp. wobec 0,1 pp.). Przeciwny efekt miały wyższe wkłady zapasów (0,2 pp. wobec -0,1 pp.) oraz spożycia prywatnego (0,3 pp. wobec 0,1 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w strefie euro w I kw. br. było spożycie prywatne, podczas gdy w IV kw. 2017 r. były to inwestycje. Dane za I kw. wskazują na ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększy się w II kw. do 0,6%.
- **Saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w maju do 24,9 mld USD wobec 28,4 mld USD w kwietniu, co było poniżej oczekiwań rynku (32,5 mld USD).** Zmniejszenie salda chińskiego bilansu handlowego nastąpiło przy wzroście dynamiki importu (26,0% r/r w maju wobec 21,5%) i nieznacznym obniżeniu dynamiki eksportu (12,6% wobec 12,7%). Utrzymująca się relatywnie wysoka na tle ostatnich miesięcy dynamika eksportu w znacznym stopniu może wynikać ze zwiększonej sprzedaży do USA. Część chińskich eksporterów chce bowiem zdążyć przed zawieszonymi na czas negocjacji podwyżkami ceł na chiński eksport do USA oraz możliwą dalszą eskalacją konfliktu pomiędzy tymi krajami. Tym samym obserwowany w ostatnich miesiącach silny wzrost chińskiego eksportu jest w naszej ocenie przejściowy. Jednocześnie szacujemy, że ewentualne wzajemne wprowadzenie ceł w zakresie dotychczas sygnalizowanym przed administrację amerykańską (zgodnie z ostatnimi zapowiedziami ma nimi zostać objęty chiński eksport do USA o wartości 58 mld USD oraz amerykański eksport do Chin o wartości 53 mld USD) będzie miało ograniczony negatywny wpływ na dynamikę chińskiego PKB i nie przekroczy 0,1 pp.
- **W ubiegłym tygodniu odbył się szczyt grupy G7 zrzeszającej Stany Zjednoczone, Kanadę, Niemcy, Francję, Wielką Brytanię, Włochy i Japonię.** Zgodnie z oczekiwaniami szczyt potwierdził głęboki podział pomiędzy USA a resztą krajów grupy G7 w obszarze polityki handlowej. D. Trump powtórzył prezentowane wcześniej stanowisko, zgodnie z którym USA są „niesprawiedliwe traktowane" w światowym handlu. Jednocześnie zagroził, że jeśli partnerzy handlowi USA nie zmienią swoich praktyk w handlu zagranicznym to mogą utracić oni dostęp do amerykańskiego rynku. O głębokości podziału na linii USA – pozostałe kraje G7 świadczy fakt, iż D. Trump odmówił podpisania wspólnej deklaracji podsumowującej szczyt, zgodnie z którą jej sygnatariusze mieli dążyć do redukcji barier taryfowych i pozataryfowych oraz subsydiów we wzajemnym handlu. Wydźwięk szczytu G7 wskazuje zatem naszym zdaniem na wzrost prawdopodobieństwa eskalacji działań protekcjonistycznych podejmowanych przez USA. W tym kontekście wyniki szczytu są negatywne dla globalnych nastrojów rynkowych, a w konsekwencji cen polskich aktywów. Z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce szczególnie istotne będą decyzje USA dotyczące ceł na samochody importowane z UE. Ich ewentualne wprowadzenie będzie miało negatywny wpływ na polski eksport w branży

motoryzacyjnej i branżach współpracujących, które są elementem unijnego łańcucha dostaw, a poprzez efekty mnożnikowe na całą gospodarkę.

Prognozy na lata 2018 – 2019



Źródło: GUS, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 8). Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2018 r. wyniesie 4,5% r/r (4,3% przed rewizją), a w 2019 r. będzie równe 3,2% (wobec 3,0% w poprzedniej prognozie).

Rewizja w górę prognozowanego przez nas tempa wzrostu PKB w 2018 r. jest głównie podyktowana podniesieniem punktu startowego prognozy, tj. wyraźnie wyższą od naszych oczekiwań dynamiką PKB w I kw. br. (por. MAKROpuls z 30.05.2018). Główne tendencje dotyczące wzrostu gospodarczego w naszym scenariuszu nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do ostatniej prognozy. 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. Wsparciem dla naszego scenariusza są odnotowane w I kw. znaczący wzrost kontrybucji zapasów do tempa wzrostu gospodarczego oraz silne spowolnienie wzrostu eksportu. Nasz scenariusz kształtowania się inwestycji w trzech segmentach (gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i sektor publiczny) opisaliśmy w MAKROmapie z 28.05.2018. Dostrzegamy umiarkowany potencjał do dalszego przyspieszenia wzrostu inwestycji ogółem. Począwszy od IV kw. br. dynamika nakładów na środki trwałe ogółem znajdzie się w trendzie spadkowym i ukształtuje się na poziomie ok. 3% w IV kw. 2019 r. Obniżyliśmy również założone w prognozie tempo wzrostu PKB w strefie euro w latach 2018-2019, co również będzie miało negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce.

Pomimo ożywienia inwestycji głównym motorem wzrostu gospodarczego w całym horyzoncie prognozy pozostanie konsumpcja prywatna. W najbliższych kwartałach będziemy obserwowali dalsze narastanie presji płacowej i wzrost dynamiki nominalnych wynagrodzeń do 6,9% r/r w 2018 r. i 7,0% w 2019 r. Podwyżki wynagrodzeń tylko w ograniczonym stopniu przyczynią się do szybszego wzrostu realnej konsumpcji ze względu na jednoczesny wolniejszy wzrost liczby etatów. Rosnące trudności przedsiębiorstw ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą ograniczały wzrost zatrudnienia poza rolnictwem (0,9% r/r w 2018 r. i 0,3% w 2019 r.).

W ostatnich miesiącach inflacja kształtowała się powyżej naszych oczekiwań ze względu na wyższe dynamiki cen żywności i paliw. Tym samym zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę inflacji w 2018 r. (do 1,6% r/r z 1,4% w poprzedniej prognozie). Ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy związanych z wysoką dynamiką cen paliw w br. obniżyliśmy naszą prognozę inflacji w 2019 r. (do 1,3% r/r wobec 1,7% w poprzedniej prognozie). Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się cen żywności nie zmieniły się istotnie w porównaniu do marcowej prognozy (por. AGROmapa z 19.03.2018). Podtrzymujemy, że w IV kw. br. odnotowana zostanie nieznaczna deflacja cen żywności (-0,1% r/r), w znacznym stopniu związana z efektami wysokiej bazy sprzed roku. W 2019 r. oczekujemy stopniowego

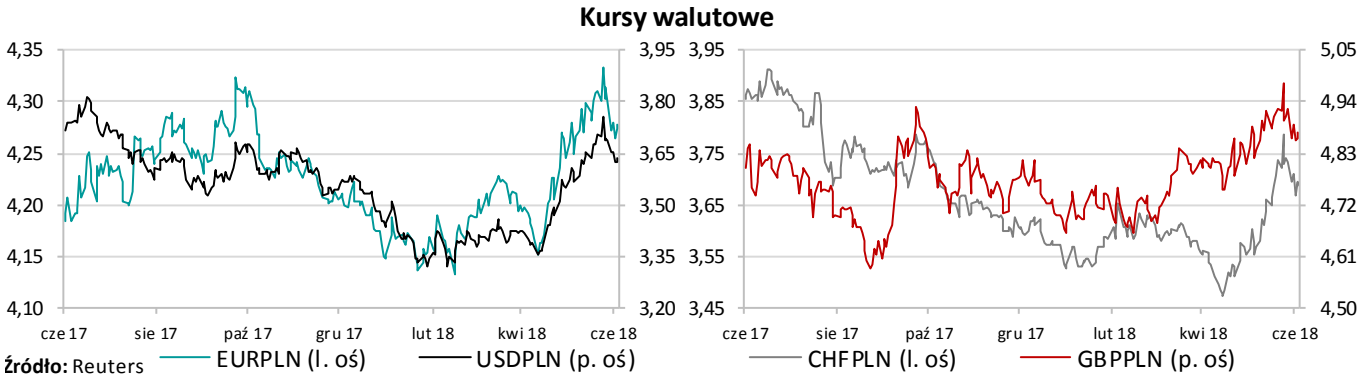
zwiększenia dynamiki cen żywności wspieranego przez wyższe tempo wzrostu cen mięsa, cukru oraz produktów mlecznych. Tendencji spadkowej w przypadku dynamiki cen paliw w 2019 r. nie skompensuje oczekiwany przez na stopniowy wzrost inflacji bazowej do 1,6% w IV kw. 2019 r. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki uważamy, że w IV kw. 2019 r. inflacja CPI osiągnie poziom 1,5% r/r.

Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego i inflacji kształtującej się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP nie zdecyduje się na podniesienie stóp procentowych w listopadzie 2019 r. Naszą ocenę wspierają wypowiedzi Prezesa NBP na konferencji po czerwcowym posiedzeniu RPP. W rezultacie przesunęliśmy w czasie prognozowaną przez nas pierwszą podwyżkę stóp procentowych na marzec 2020 r. Jednocześnie podtrzymujemy naszą prognozę kursu EURPLN (patrz tabela poniżej).

Dostrzegamy istotne czynniki ryzyka w dół dla naszej prognozy tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Jeśli USA zdecydują się na zintensyfikowanie działań protekcjonistycznych w handlu zagranicznym, co będzie wiązało się również najprawdopodobniej z wprowadzeniem ceł odwetowych przez Chiny i Unię Europejską (tzw. „wojna handlowa"), przyczyni się to do silniejszego od naszych oczekiwań spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Szczególnie niekorzystne z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Niemczech, a tym samym również w krajach regionu (w tym w Polsce), byłoby ewentualne wprowadzenie ceł na importowane do USA samochody (w wysokości 25%) rozważane obecnie przez D. Trumpa.

Drugim czynnikiem ryzyka jest obecny *policy-mix* w USA. Ekspansywna polityka fiskalna administracji D. Trumpa jest obecnie realizowana w warunkach przegrzania tej gospodarki. Uważamy, że cięcia podatków w USA będą miały tylko przejściowy pozytywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w USA i nie przyczynią się do istotnego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw i produktywności w kolejnych latach. Oczekujemy zatem, że korzystny efekt reformy systemu podatkowego na tempo wzrostu PKB USA wygaśnie w 2020 r. W warunkach oczekiwanego przez nas w najbliższych kwartałach dalszego zacieśniania polityki pieniężnej przez FED takie uwarunkowania w polityce fiskalnej oddziałują w kierunku zwiększenia ryzyka wystąpienia recesji w USA w 2020 r.

Nowa projekcja FED może osłabić złotego



Źródło: Reuters

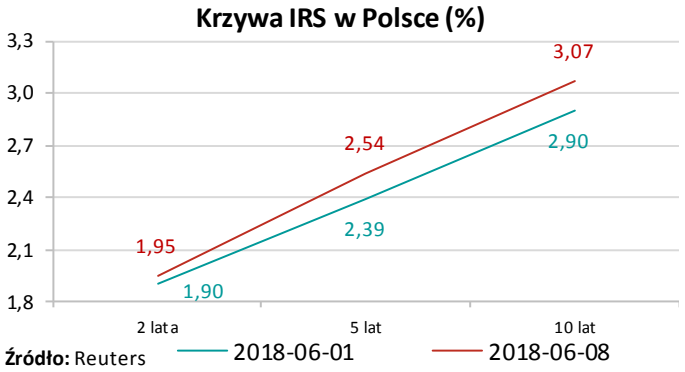
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2788 (umocnienie złotego o 0,5%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w trendzie spadkowym. W kierunku umocnienia złotego oddziaływał spadek światowej awersji do ryzyka, który znalazł odzwierciedlenie w obniżeniu indeksu VIX. Poprawie nastrojów na rynkach sprzyjała stabilizacja sytuacji politycznej we Włoszech. W kierunku umocnienia złotego oddziaływała również ubiegłotygodniowa jastrzębia wypowiedź członka zarządu EBC P. Praeta, który stwierdził, że EBC jest zadowolony z obecnego kształtowania się inflacji (patrz powyżej).

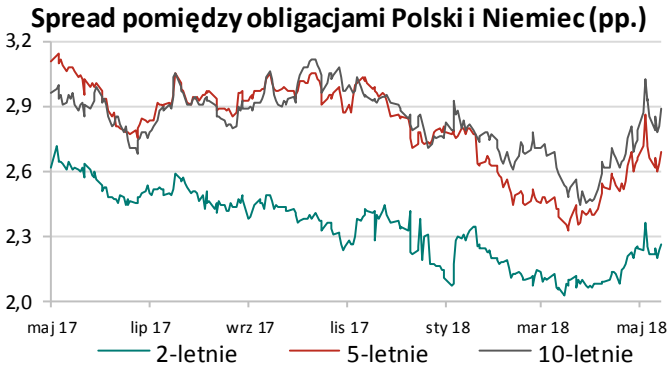
Posiedzenie RPP nie miało istotnego wpływ na kurs polskiej waluty. Decyzja agencji Fitch o utrzymaniu polskiego ratingu oraz jego stabilnej perspektywy została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym nie miała istotnego wpływ na kursu złotego.

Z uwagi na naturę ubiegłotygodniowego umocnienia polskiej waluty, które było przede wszystkim skutkiem obniżenia światowej awersji do ryzyka, złoty zyskiwał również względem innych głównych walut. W efekcie w ubiegłym tygodniu polska waluta umocniła się względem dolara amerykańskiego (o 1,4%), franka szwajcarskiego (o 1,2%) oraz funta brytyjskiego (o 1,0%). Szczególnie wyraźne umocnienie złotego względem dolara było związane z aprecjacją euro wobec dolara po wspomnianej wyżej jastrzębiej wypowiedzi P. Praeta.

Ubiegłotygodniowa decyzja Fitch jest w naszej ocenie neutralna dla polskiej waluty. Negatywny dla złotego jest natomiast wydźwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia G7 (patrz wyżej). W tym tygodniu kluczowe dla polskiej waluty będzie środowe posiedzenie FOMC. Powszechnie oczekiwana decyzja FED o podwyżce stóp procentowych nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na złotego. Uważamy jednak, że czerwcowe projekcje FOMC mogą przyczynić się do osłabienia kursu polskiej waluty. Z podwyższoną zmiennością kursu złotego możemy mieć również do czynienia podczas konferencji prasowej po zaplanowanym na czwartek posiedzeniu EBC. W naszej ocenie liczne publikacje danych z USA, strefy euro, Chin oraz Polski pozostaną w cieniu posiedzeń EBC oraz FED i nie będą miały istotnego wpływu na rynek.

EBC i FED w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,945 (wzrost o 4pb), 5-letnie do 2,535 (wzrost o 15pb), a 10-letnie do poziomu 3,065 (wzrost o 17pb). W ubiegłym tygodniu doszło do silnego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim. Było to związane z jastrzębią wypowiedzią członka zarządu EBC P. Praeta, który stwierdził, że EBC jest zadowolony z obecnego kształtowania się inflacji. Decyzja agencji Fitch o utrzymaniu polskiego ratingu oraz jego stabilnej perspektywy została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym nie miała istotnego wpływ na stawki IRS.

Ubiegłotygodniowa decyzja Fitch jest naszym zdaniem neutralna dla stawek IRS. Oczekiwane przez nas pogorszenie nastrojów na światowym rynku po ubiegłotygodniowym posiedzeniu G7, które wskazało na ryzyko eskalacji wojen handlowych (patrz wyżej), może przyczynić się do lekkiego wzrostu rentowności na długim końcu krzywej. W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Choć uważamy, że sama decyzja o podwyżce stóp procentowych będzie neutralna dla rynku, to publikacja czerwcowej projekcji FED może przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Ich podwyższonej zmienności oczekujemy również podczas konferencji prasowej po posiedzeniu EBC.

Uważamy, że liczne dane z USA, strefy euro oraz Polski pozostaną w cieniu decyzji najważniejszych banków centralnych i nie będą miały wpływ na stawki IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	cze 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*	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	**4,30**
Kurs USDPLN*	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	**3,64**
Kurs CHFPLN*	3,84	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,59	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	**3,71**
Inflacja CPI (r/r, %)	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	**1,6**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	**0,6**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,3	4,4	6,3	8,9	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,7	9,2	**9,3**	
Inflacja PPI (r/r, %)	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,1	**1,1**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	**4,6**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	**7,8**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	**3,8**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	7,3	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	**6,3**	
Saldo ROB (mln EUR)	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2072	-972	-982	**-81**		
Eksport (r/r, %, EUR)	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,5	-2,0	**9,7**		
Import (r/r, %, EUR)	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	1,6	**11,6**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2018				2019				2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)	5,2	4,9	4,2	3,8	3,2	3,5	3,2	3,0	4,6	4,5	3,2
Konsumpcja (%, r/r)	4,8	4,5	3,9	4,3	4,3	3,5	3,6	3,4	4,8	4,4	3,7
Inwestycje (%, r/r)	8,1	8,9	8,7	6,7	5,7	4,7	3,6	3,2	3,4	7,9	4,0
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	1,1	4,5	4,3	4,7	6,0	5,5	5,3	4,9	8,2	3,7	5,4
Import (ceny stałe, %, r/r)	3,5	6,1	4,2	5,3	6,2	5,8	5,4	5,1	8,7	4,8	5,6
Wkłady do wzrostu PKB: Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,7	2,3	2,2	2,7	2,1	2,1	1,7	2,7	2,5	2,1
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	0,9	1,4	1,5	1,6	0,7	0,8	0,6	0,8	0,6	1,4	0,7
Wkłady do wzrostu PKB: Eksport netto (pp.)	-1,2	-0,6	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,1	0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	0,3	-0,6	-0,9
Stopa bezrobocia (%)**	6,6	5,8	5,9	6,0	6,4	5,8	5,9	6,0	6,6	6,0	6,0
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,4	1,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	1,9	0,9	0,3
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)	6,2	7,4	7,0	7,1	7,6	7,0	6,7	6,6	5,3	6,9	7,0
Inflacja CPI (%)*	1,5	1,8	1,9	1,1	1,3	1,3	1,2	1,5	2,0	1,6	1,3
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,78	1,72	1,70	1,78
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
EURPLN**	4,21	4,30	4,27	4,24	4,23	4,20	4,18	4,15	4,18	4,24	4,15
USDPLN**	3,42	3,64	3,50	3,37	3,36	3,31	3,27	3,19	3,48	3,37	3,19

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Wtorek 12.06.2018r.				
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Czerwiec	-8,2	-10,0	-13,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Maj	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Maj	0,1	0,2	0,2
		Środa 13.06.2018r.				
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	I kw.	1,6		
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	0,5		-0,3
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Kwiecień**	**-982**	**-81**	**-237**
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Czerwiec	1,75	2,00	2,00
		Czwartek 14.06.2018r.				
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	9,4	9,5	9,6
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	7,0	6,0	6,9
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Maj	7,0	6,5	7,0
10:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Maj**	**1,6**	**1,7**	**1,7**
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Czerwiec	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	0,3	0,2	0,4
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Kwiecień	0,0	0,3	0,3
		Piątek 15.06.2018r.				
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	I kw.	1,7		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Maj	1,9	1,9	1,9
14:00	**Polska**	**Inflacja bazowa (% r/r)**	**Maj**	**0,6**	**0,6**	**0,6**
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	20,1	18,5	19,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,7	0,0	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Maj	78,0	78,0	78,2
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	98,0	98,4	98,5

* 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

MAKRO MAPA

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

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

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