

W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek amerykańskiego PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się do 2,7% wobec 2,2% w IV kw. ub. r. ze względu na wyższe wkłady spożycia prywatnego i eksportu netto. Oczekujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się o 0,3% m/m w marcu wobec spadku o 1,6% w lutym z uwagi na niższą liczbę zamówień w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że kontynuację spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą – podobnie jak opublikowane wczoraj dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,21 mln w marcu wobec 5,48 mln w lutym) – również dane dotyczące sprzedaży nowych domów (658 tys. w marcu wobec 667 tys. w lutym). Zza oceanu napłyną ponadto wyniki badań koniunktury konsumenckiej w kwietniu. Uważamy, że finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (97,5 pkt. wobec 98,4 pkt. w marcu) wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Uważamy, że publikacja danych o PKB w USA będzie oddziaływała w kierunku lekkiego osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. Wpływ pozostałych danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
- **W środę opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 99,5 pkt. w kwietniu z 99,6 pkt. w marcu. Stabilizacja koniunktury będzie spójna z odnotowywanym w ubiegłym tygodniu wzrostem kwietniowego zagregowanego indeksu PMI dla Niemiec. Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla rynków.
- **Dziś opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła w marcu o 3,9% r/r wobec 6,5% w lutym.** W kierunku zmniejszenia jej dynamiki oddziaływało przesunięcie terminu świąt Wielkiejnocy w porównaniu do ub. r. oraz niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. W naszej ocenie dane o sprzedaży detalicznej nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W środę poznamy dane o produkcji budowlano-montażowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji obniżyła się do 9,8% r/r w marcu wobec 15,1% w lutym. W kierunku spadku jej dynamiki oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe oraz pogorszenie nastrojów w firmach budowlanych sygnalizowane w wynikach badań koniunktury GUS. Nasza prognoza kształtuje się poniżej oczekiwań rynkowych (11,7%), jednak jej materializacja będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Agencja Moody's potwierdziła w piątek długoterminowy rating Polski na poziomie "A2" z perspektywą stabilną.** W uzasadnieniu do decyzji agencja wskazała na solidne fundamenty polskiej gospodarki (szybki wzrost PKB zapewniający doganianie krajów rozwiniętych), dobrą sytuację w finansach publicznych (pomimo zapowiedzianego rozluźnienia polityki fiskalnej) oraz niekorzystne zmiany w sferze instytucjonalnej (pogorszenie oceny praworządności oraz zmiany w sądownictwie). Agencja prognozuje, że deficyt sektora finansów publicznych zwiększy się do 1,8% PKB w 2019 r. i 2,6% w 2020 r. Moody's uważa, że wydatki publiczne będą kształtowały się zgodnie z krajowymi i unijnymi regulacjami. W ocenie agencji, do poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski mogłyby przyczynić się następujące czynniki: konsolidacji fiskalna, która przyniosłaby trwałą redukcję strukturalnego deficytu budżetowego, działania mające na celu poprawę otoczenia instytucjonalnego w Polsce oraz strukturalne reformy, które podniosłyby średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego. Z drugiej strony, negatywne dla ratingu byłyby znaczące pogorszenie sytuacji w finansach publicznych i/lub perspektywa

niższego wzrostu gospodarczego o większej zmienności (np. w wyniku pogorszenia klimatu inwestycyjnego) oraz brak postępu w reformach strukturalnych, co mogłoby zaszkodzić napływowi bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Uważamy, że w najbliższych kwartałach agencja utrzyma niezmienną ocenę wiarygodności kredytowej Polski. Ubiegłotygodniowa decyzja o braku zmian ratingu i jego perspektywy jest neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

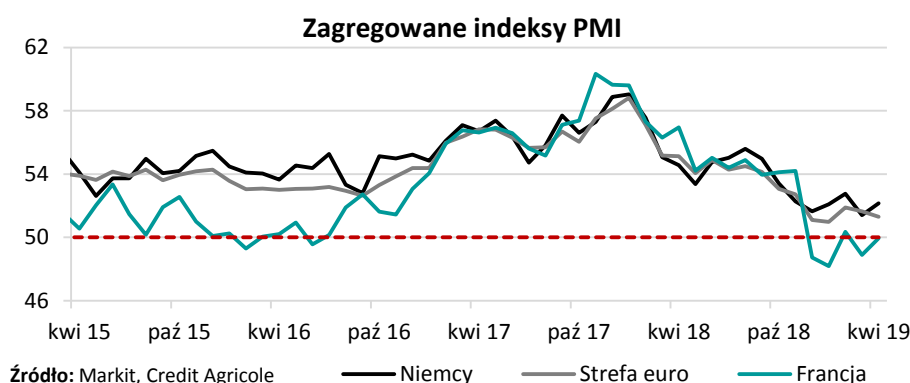
- ✔ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w kwietniu do 51,3 pkt. wobec 51,6 pkt. w marcu, co było poniżej naszej prognozy (51,9 pkt.) i oczekiwań rynku (51,7 pkt.).** Wskaźnik PMI ukształtował się w kwietniu nieznacznie poniżej swojej średniej wartości z I kw. (51,5 pkt.), a tym samym wyniki badań koniunktury stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro wzrosło do 0,4% w II kw. z 0,3% w I kw. (patrz poniżej).
- ✔ **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w marcu do 5,6% r/r wobec 6,9% w lutym, co było znacząco powyżej konsensusu rynkowego (4,2%).** Wyraźnie mniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej w marcu jest szczególnie zaskakujące w kontekście negatywnych efektów statystycznych (niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych oraz efekty wysokiej ubiegłorocznej bazy w części z kategorii). Struktura wzrostu produkcji przemysłowej wskazuje na wysoką odporność polskiego przemysłu na spowolnienie wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych (por. MAKROpuls z 18.04.2019). Podtrzymujemy ocenę, że dobra koniunktura w branżach o dużym udziale sprzedaży w eksporcie może wskazywać na zmiany strukturalne w polskim przemyśle, które w połączeniu z szybko malejącymi zaległościami produkcyjnymi pozwalają utrzymać szybki wzrost sprzedaży mimo wolniejszego napływu nowych zamówień. Dane o marcowej produkcji stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. (4,3% r/r wobec 4,9% w IV kw. ub. r.).
- ✔ **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w marcu do 1,7% wobec 1,2% w lutym, co było zgodne ze wstępnym szacunkiem.** Do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen żywności oraz paliw, a także zwiększenie inflacji bazowej (1,4% r/r w marcu wobec 1,0% w lutym). Wzrost inflacji bazowej wynikał z wyższej dynamiki cen w szeregu kategorii: "odzież i obuwie", "rekreacja i kultura", "użytkowanie mieszkania (bez nośników energii)", "zdrowie", "inne wydatki na towary i usługi", "restauracje i hotele" oraz "napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe" (por. MAKROpuls z 15.04.2018). Szeroki zakres wzrostu inflacji bazowej w marcu wskazuje, że jej źródłem jest stopniowo narastająca presja kosztowa w polskiej gospodarce. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego łagodnego zwiększenia rocznej dynamiki cen do 2,0% r/r na koniec 2019 r., wspieranej przez stopniowy wzrost inflacji bazowej i przyspieszenie wzrostu cen żywności (z ryzykiem w górę ze względu na perspektywę silnego wzrostu cen wieprzowiny – por. MAKROpuls z 15.04.2018), podczas gdy przeciwny efekt będzie miało obniżenie dynamiki cen paliw związane z efektami wysokiej bazy z II poł. ub. r. (por. MAKROmapa z 11.03.2019). W konsekwencji, w całym 2019 r. inflacja utrzyma się na poziomie wyraźnie poniżej celu RPP, co jest zgodne z naszym scenariuszem stabilizacji stóp procentowych NBP w całym 2019 r. (pierwsza podwyżka w marcu 2020 r.).
- ✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wyniosła w marcu 5,7% r/r wobec 7,6% w lutym, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (7,2%).** W kierunku spadku dynamiki płac oddziaływały przesunięcia zmiennych składników wynagrodzenia części branż, w tym w górnictwie, a także niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych (por. MAKROpuls z 17.04.2019). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się do 3,0% r/r w marcu wobec 2,9% w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,9%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 15,6 tys. osób. Był to drugi najwyższy w historii marcowy przyrost zatrudnienia. Wyraźny wzrost zatrudnienia w marcu nastąpił mimo utrzymującej się bariery podażowej w postaci braku wykwalifikowanych pracowników. Może to wskazywać na dalszy wzrost współczynnika aktywności zawodowej. Szacujemy, że realne tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw wyniosło przeciętnie 5,6% r/r w I kw. wobec 5,7% w IV

kw. ub. r. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zmniejszenia dynamiki spożycia prywatnego w I kw. (4,8% r/r wobec 4,9% w IV kw. 2018 r.).

- **Tempo wzrostu gospodarczego w Chinach w I kw. nie zmieniło się w porównaniu do IV ub. r. i wyniosło 6,4% r/r (1,4% kw/kw w I kw. wobec 1,5% w IV kw. 2018 r.), co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (6,3% r/r).** W połączeniu z miesięcznymi danymi nt. produkcji przemysłowej (8,5% r/r w marcu wobec 5,3% w lutym, przy oczekiwaniach równych 5,8%), sprzedaży detalicznej (8,7% r/r w marcu wobec 8,2% w lutym) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (6,3% r/r w marcu wobec 6,1% w lutym) dane o PKB wskazują na pierwsze efekty stymulacji wzrostu gospodarczego prowadzonej przez chiński rząd. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Chinach w II poł. 2019 r. W konsekwencji w całym 2019 r. prognozujemy, że dynamika chińskiego PKB wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w marcu do -0,1% m/m wobec 0,1% w lutym, co było poniżej oczekiwań rynku (0,2%). Jej obniżenie wynikało z niższej dynamiki produkcji w górnictwie oraz dostarczaniu mediów. Zmniejszyło się także wykorzystanie mocy wytwórczych, które w marcu wyniosło 78,8% wobec 79,0% w lutym. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, której nominalna dynamika wzrosła w marcu do 1,6% m/m wobec -0,2% w lutym, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (0,9%). Zwiększenie dynamiki sprzedaży wynikało z wyższego tempa jej wzrostu w większości kategorii. Bez uwzględnienia samochodów sprzedaż detaliczna wzrosła w marcu o 1,2% m/m wobec spadku o 0,2% w lutym. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. liczby rozpoczętych budów (1269 tys. w marcu wobec 1291 tys. w lutym) oraz nowych pozwoleń na budowę (1139 tys. w marcu wobec 1142 tys. w lutym), które zasygnalizowały dalsze obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również regionalne wyniki badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zwiększył się w kwietniu do 10,1 pkt. wobec 3,7 pkt. w marcu, podczas gdy indeks Philadelphia FED obniżył się w kwietniu do 8,5 pkt. wobec 13,7 pkt. w marcu. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. 2019 r. zwiększy się do 2,7% wobec 2,2% w I kw.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w kwietniu do 3,1 pkt. wobec -3,6 pkt. w marcu, co było powyżej oczekiwań rynku (0,8 pkt).** Tym samym indeks ZEW osiągnął dodatnią wartość po raz pierwszy od marca 2018 r. Zgodnie z komunikatem wzrostowi indeksu sprzyjała nieznaczna poprawa oczekiwań dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej. Jednocześnie ocena bieżącej sytuacji gospodarczej pogorszyła się. Widzimy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zwiększy się w II kw. do 0,3% wobec 0,2% w I kw.
- **Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu EURPLN (por. tabela poniżej).** Zmiana nastawienia FED i EBC na bardziej gołębie w ostatnich tygodniach przyczyniła się do wyraźnego umocnienia kursu złotego względem euro. Uważamy, że potencjał do dalszego spadku kursu EURPLN będzie ograniczony ze względu na oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce i inflację kształtującą się wyraźnie poniżej celu NBP. Uważamy, że na przełomie lat 2019 i 2020 wraz z poprawą globalnej koniunktury i nasileniem oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych w Polsce będziemy obserwować dalszą aprecjację kursu polskiej waluty. Oczekujemy, że kurs EURPLN wyniesie 4,25 na koniec br. i 4,15 na koniec 2020 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowany został Wieloletni Plan Finansowy Państwa (WFPF).** Założenia makroekonomiczne przyjęte na potrzeby opracowania średnioterminowej prognozy są zbliżone do naszego scenariusza. Zgodnie z dokumentem, realizacja ogłoszonego kilka tygodni temu pakietu fiskalnego (tzw. „Nowa Piątka PiS”) będzie odbywała się zgodnie ze stabilizującą regułą fiskalną. Pozwoli na to szereg tzw. działań dyskrecyjnych po stronie

dochodowej budżetu (zmiany w polityce fiskalnej przyczyniające się do trwałego wzrostu dochodów). Wśród nich można wymienić m.in. ograniczenie luki VAT, uszczelnienie opłaty recyklingowej, daninę solidarnościową, wzrost akcyzy na wyroby alkoholowe i tytoń, przebudowa modelu funkcjonowania OFE (przekierowanie składki z OFE do FUS), zniesienie ograniczenia rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe (tzw. trzydziestokrotność), wprowadzenie tzw. „testu przedsiębiorcy”. Należy zwrócić uwagę, że zniesienie tzw. 30-krotności będzie czynnikiem ograniczającym wzrost płac w najbliższych kwartałach (por. MAKROpuls z 17.04.2018). Ponadto, jednorazowym dochodem sektora finansów publicznych będzie tzw. opłata przekształceniowa (równa 15% środków przenoszonych z OFE na indywidualne konta emerytalne) wynikająca z planowanej przebudowy modelu funkcjonowania OFE. Zgodnie z prognozą przedstawioną w WPFPP deficyt sektora finansów publicznych (oczyszczony z działań jednorazowych) w relacji do PKB zwiększy się z 0,4% w 2018 r. do 1,7% w 2019 r., a następnie obniży się do 0,9% w 2020 r. Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych uwzględniające działania jednorazowe przewiduje wystąpienie nadwyżki (0,2% PKB) w 2020 r. Zakładany w WPFPP deficyt strukturalny osiąga średniookresowy cel budżetowy (1% PKB) w 2021 r. Ponadto ścieżka deficytu strukturalnego została zrewidowana w dół w porównaniu do tej przedstawionej w WPFPP z 2018 r. WPFPP zakłada stopniowe obniżanie się zadłużenia sektora GG z 48,9% PKB w 2018 r. do 40,6% PKB w 2022 r. Uważamy, że kształtowanie się wydatków publicznych zgodnie ze stabilizacyjną regułą wydatkową i stopniowy spadek deficytu strukturalnego będzie korzystny dla oceny wiarygodności kredytowej Polski przez agencje ratingowe, a tym samym będzie również lekko pozytywny dla kursu złotego. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko, że dobra sytuacja w finansach publicznych może skłonić niektóre grupy społeczne i zawodowe do stawiania rządowi żądań finansowych przez jesiennymi wyborami parlamentarnymi. W przypadku materializacji takiego scenariusza prawdopodobny jest lekki wzrost deficytu sektora finansów publicznych w 2020 r. w stosunku do zaprezentowanych w WPFPP prognoz. Dostrzegamy również ryzyko, że niektóre działania dyskrecyjne nie przyniosą dochodów w zakładanej w WPFPP skali. Należy jednak zwrócić uwagę, że nawet w skrajnej sytuacji niezrealizowania tych dochodów (ubytek 13 mld zł) deficyt sektora GG nie przekroczy 3% PKB w 2020 r.

Początek końca spowolnienia w niemieckim przetwórstwie?



Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w kwietniu do 51,3 pkt. wobec 51,6 pkt. w marcu, co było poniżej naszej prognozy (51,9 pkt.) i oczekiwań rynku (51,7 pkt.). Na zmniejszenie zagregowanego indeksu PMIłożyły się nieznaczny wzrost jego składowej dla bieżącej

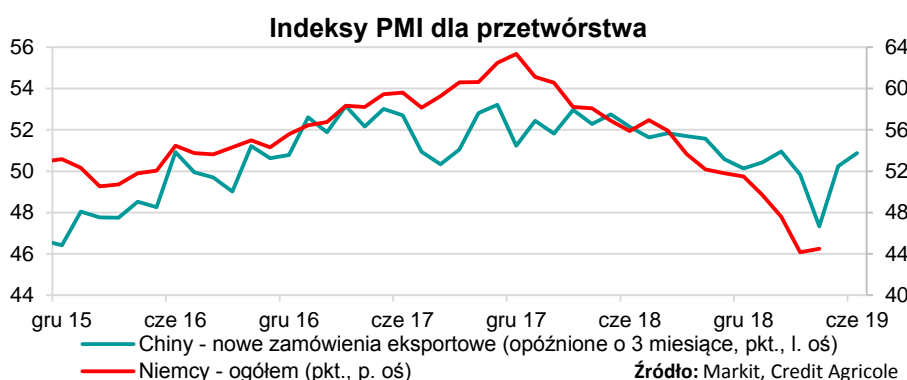
produkcji w przetwórstwie oraz niższa składowa dla aktywności biznesowej w usługach. W kwietniu wskaźnik PMI w strefie euro ukształtował się nieznacznie poniżej swojej średniej wartości z I kw. (51,5 pkt.), a tym samym wyniki badań koniunktury stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro wzrosło do 0,4% w II kw. z 0,3% w I kw. Szacowane przez Markit wyłącznie na podstawie wartości wskaźników PMI kwartalne tempo wzrostu gospodarczego wynosi ok. 0,2% w I i II kw.

W ujęciu geograficznym zwiększenia tempa wzrostu aktywności gospodarczej odnotowano zarówno w Niemczech jak i we Francji. W przeciwieństwie do Francji i Niemiec, w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do wyraźnego pogorszenia koniunktury. Tempo wzrostu aktywności (łącznie dla przetwórstwa i usług) ukształtowało się w tych krajach na najniższym poziomie od listopada 2013 r. Spowolnienie było również widoczne w przypadku nowych zamówień i zatrudnienia.

Obecnie w strefie euro realizuje się scenariusz zarysowany przez nas przed miesiącem – tzw. „szorowanie po dnie”, czyli brak perspektyw wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego przy niskim prawdopodobieństwie załamania koniunktury (por. MAKROmapa z 25.03.2019). Podobnie jak przed miesiącem ankietowane firmy (usługowe i przetwórcze) w strefie euro raportowały w kwietniu, że ich brak optymizmu dotyczący przyszłości jest odzwierciedleniem zrewidowanych w dół prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego, osłabienia popytu i spadku zamówień, podwyższonego ryzyka politycznego, niepewności związanej z wojnami handlowymi i *Brexitem* oraz dekoniunkturą w branży motoryzacyjnej.

Z punktu widzenia polskiego eksportu w danych na szczególną uwagę zasługuje nieznaczny wzrost indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa do 44,5 pkt. w kwietniu wobec 44,1 pkt. w marcu. Po raz pierwszy od kilku miesięcy odnotowaliśmy wzrost wskaźników dla nowych zamówień i nowych zamówień eksportowych (od lipca 2018 r.) i bieżącej produkcji (od grudnia 2018 r.). Na razie trudno jednak jednoznacznie stwierdzić, czy są to pierwsze oznaki końca obserwowanego w ostatnich kwartałach spowolnienia w niemieckim przetwórstwie, czy jest to tylko przejściowe zahamowanie niekorzystnych tendencji obserwowanych w ostatnich miesiącach (pogłębiający się spadek zamówień eksportowych i ogółem oraz bieżącej produkcji).

Należy zwrócić uwagę, że pomimo lekkiego wzrostu wspomnianych wyżej składowych dla niemieckiego przetwórstwa wciąż wskazują one na wyraźny spadek wielkości, których dotyczą. Brak optymizmu dotyczący perspektyw niemieckiego przetwórstwa widoczny jest również w stagnacji zatrudnienia w tym sektorze oraz w spadku Wskaźnika Oczekiwanej Produkcji (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) do najniższej wartości od listopada 2012 r.



Z drugiej strony w marcu zaobserwowaliśmy wyraźną poprawę koniunktury w Chinach co było pierwszym efektem polityki stymulującej wzrost gospodarczy prowadzonej przez chiński rząd w ostatnich miesiącach. Koniunktura w Chinach ma własności wyprzedzające w stosunku do sytuacji w niemieckim przetwórstwie. Wskaźnik nowych

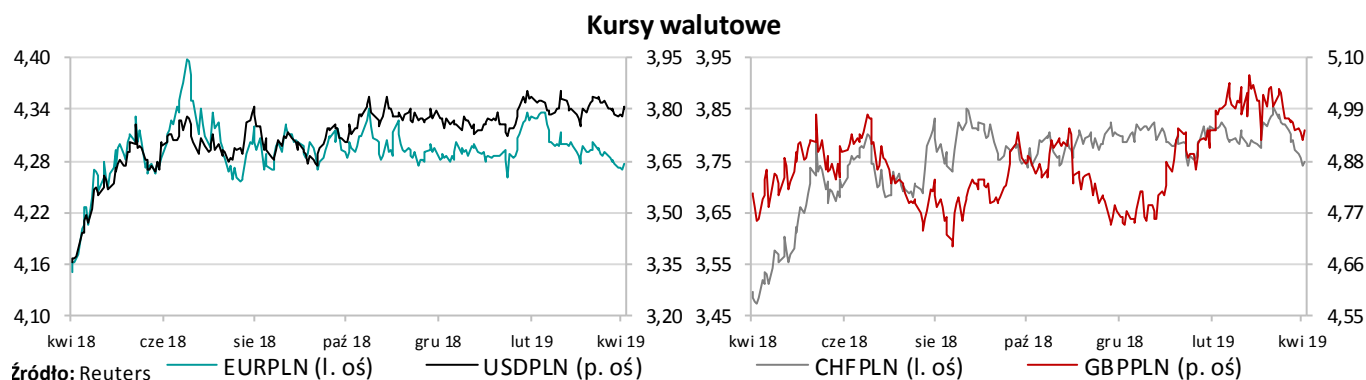
zamówień eksportowych w chińskim przetwórstwie z wyprzedzeniem około trzech miesięcy sygnalizuje zmiany wskaźnika PMI dla niemieckiego przetwórstwa (por. wykres). Oczekujemy, że w Chinach będziemy obserwowali dalsze ożywienie wzrostu gospodarczego, co oznacza, że za kilka miesięcy powinniśmy również odnotować poprawę koniunktury w niemieckim przetwórstwie. Opublikowane w ubiegłym tygodniu kwietniowe indeksy dot. Niemiec mogły być pierwszym sygnałem oczekiwanych przez nas tendencji.

Brak wyraźnej poprawy w niemieckim przetwórstwie w kwietniu sygnalizuje jednak wysokie prawdopodobieństwo osłabienia popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych (dobra pośrednie). Zgodnie z wynikami badania koniunktury przedsiębiorstw przez NBP

(„Szybki monitoring, kwiecień 2019 r.”) prognozy popytu na II kw. 2019 r. pogorszyły się, w szczególności w przypadku eksporterów. Ten negatywny wpływ dekonunktury za granicą na sytuację w polskim przetwórstwie będzie jednak ograniczany przez strukturalne zmiany zachodzące w polskim przemyśle (takie jak rosnące przewagi konkurencyjne polskich przedsiębiorstw za granicą, reorientację geograficzną eksportu lub przesunięcia w łańcuchu dostaw) oraz wciąż duże (jednak malejące) zaległości produkcyjne. W kolejnej MAKROmapie omówimy szerzej czynniki stojące za odpornością polskiego przetwórstwa na spowolnienie za granicą.

Zakładając, zgodnie z naszym scenariuszem bazowym, że obserwowane obecnie spowolnienie w światowym handlu ma charakter przejściowy i w II poł. br. nastąpi przyspieszenie światowego wzrostu gospodarczego, w kolejnych miesiącach zostaną utrzymane relatywnie wysokie dynamiki produkcji przemysłowej i eksportu w Polsce. Materializacja takiego scenariusza stanowi wsparcie dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce w br. (4,3%).

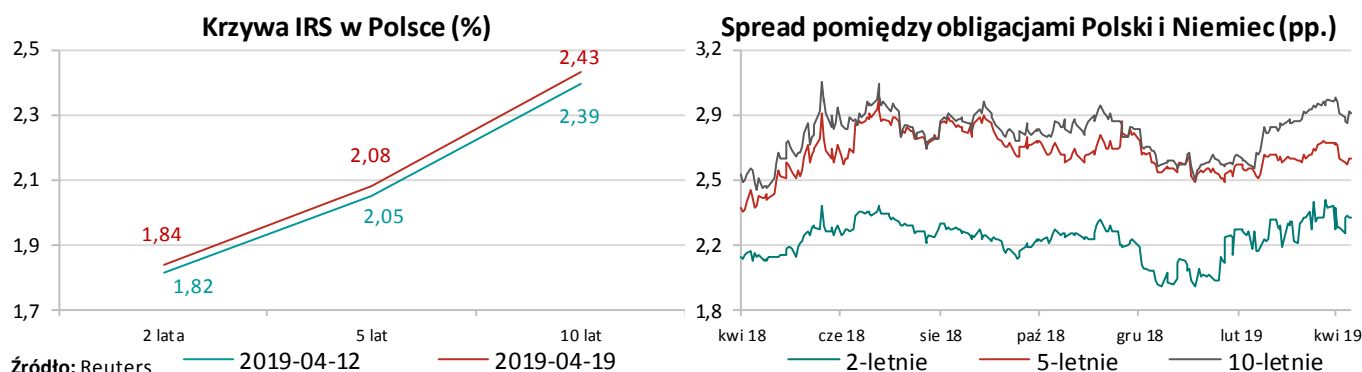
Krajowe dane neutralne dla złotego



Kurs EURPLN na koniec ubiegłego tygodnia nie zmienił się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniósł 4,2769. W pierwszej części tygodnia obserwowane było nieznaczne umocnienie złotego oraz innych walut rynków wschodzących wspierane przez obniżenie światowej awersji do ryzyka, a także publikację lepszych od oczekiwań danych z chińskiej gospodarki. W czwartek rano doszło do osłabienia złotego oraz innych walut rynków wschodzących w ślad za spadkiem kursu EURUSD. Deprecjacja euro względem dolara wynikała z publikacji słabszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro. W piątek doszło do nieznacznej korekty. Piątkowa decyzja agencji Moody's dotycząca aktualizacji polskiego ratingu została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków i tym samym nie miała ona wpływu na kurs złotego. W ubiegłym tygodniu doszło również do osłabienia franka szwajcarskiego względem euro, któremu sprzyjał wzrost apetytu na ryzykowne aktywa i związany nim odpływ kapitału z tzw. bezpiecznych przystani (*safe haven*), za którą uważana jest m.in. Szwajcaria. Z kolei kurs EURGBP charakteryzował się relatywnie niską na tle ostatnich tygodni zmiennością, co wynikało z oddalenia w czasie istotnych decyzji związanych z *Brexitem* (por. MAKROmapa z 15.04.2019).

Potwierdzenie przez agencję Moody's ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowy dla złotego będzie pierwszy szacunek amerykańskiego PKB. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą być negatywne dla złotego. Wpływ pozostałych danych z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan) na kurs polskiej waluty będzie naszym zdaniem ograniczony. Neutralne dla złotego będą także krajowe dane o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej, a także publikacja indeksu Ifo dla Niemiec.

Dane o amerykańskim PKB mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,84 (wzrost o 2pb), 5-letnie do 2,08 (wzrost o 3pb), a 10-letnie do 2,43 (wzrost o 4pb). Od poniedziałku do środy obserwowany był wzrost stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W czwartek i w piątek stawki IRS były stabilne, czemu sprzyjała niższa płynność na rynku związana ze zbliżającymi się świętami Wielkiejnocy. Lepsze od oczekiwań dane z Chin oraz słabsze od konsensusu rynkowego wyniki badań koniunktury w strefie euro nie miały istotnego wpływu na krzywą. Piątkowa decyzja agencji Moody's dotycząca aktualizacji polskiego ratingu została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miała ona wpływu na stawki IRS.

Potwierdzenie przez agencję Moody's ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie wstępny szacunek amerykańskiego PKB, który może doprowadzić do wzrostu stawek IRS. Pozostałe dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Uważamy, że neutralne dla stawek IRS będą także krajowe dane o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej, a także publikacja indeksu Ifo dla Niemiec.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,30
Kurs USDPLN*	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,81
Kurs CHFPLN*	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,82
Inflacja CPI (r/r, %)	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	
Saldo ROB (mln EUR)	-925	-34	236	192	-754	-1005	-876	-482	-29	-1248	1825	-1386		
Eksport (r/r, % EUR)	-2,8	10,4	1,5	7,7	12,0	8,9	-1,5	13,2	7,6	2,3	5,0	10,0		
Import (r/r, % EUR)	2,6	15,0	4,1	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	13,4		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2019				2020				2018	2019	2020	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,3	4,5	4,3	4,2	4,0	3,9	3,7	3,6	5,1	4,3	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	4,8	5,5	4,4	4,3	4,4	3,5	3,7	3,6	4,6	4,7	3,8	
Inwestycje (% r/r)	8,5	5,8	5,2	5,0	4,7	4,9	4,8	5,0	7,3	5,8	4,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,0	5,7	6,4	6,1	7,8	8,4	8,6	8,4	6,2	6,3	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,3	8,7	6,8	6,9	6,4	8,0	8,1	8,3	7,0	7,7	7,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spżycie prywatne (pp.)	3,1	3,3	2,6	2,2	2,8	2,1	2,2	1,8	2,7	2,8	2,2
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,9	0,9	1,2	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3	1,0	0,9
	Eksport netto (pp.)	-0,4	-1,3	0,0	-0,2	1,0	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-1,0	-1,4	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-0,7	-1,0	-1,2	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,5	5,7	5,8	5,9	5,5	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,9	0,4	0,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	8,2	7,7	7,2	7,1	7,4	7,1	6,6	6,8	7,2	7,6	7,0	
Inflacja CPI (%)*	1,2	1,5	1,6	1,7	2,0	1,9	2,1	2,2	1,6	1,5	2,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,72	1,72	1,72	1,80	1,97	1,97	2,14	2,22	1,72	1,80	2,22	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,30	4,28	4,27	4,25	4,23	4,21	4,19	4,15	4,29	4,25	4,15	
USDPLN**	3,84	3,75	3,68	3,60	3,53	3,48	3,41	3,32	3,74	3,60	3,32	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 22.04.2019r.						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Marzec	5,51	5,33	5,31
Wtorek 23.04.2019r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Marzec	6,5	3,9	3,9
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Marzec	9,8	9,6	9,7
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumentckiej (pkt.)	Kwiecień	-7,2		-7,0
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Kwiecień	10,0		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Marzec	667	658	650
Środa 24.04.2019r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Kwiecień	99,6	99,5	99,9
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Marzec	6,1	5,9	5,9
Czwartek 25.04.2019r.						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	196		205
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Marzec	-1,6	0,3	0,7
Piątek 26.04.2019r.						
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	I kw.	2,2	2,7	1,8
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Kwiecień	96,9	97,5	97,0

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

** Konsensus Reuters