





## W tym tygodniu

- **W weekend D. Trump zapowiedział podwyższenie od piątku ceł z 10% na 25% na import towarów z Chin do USA o wartości 200 mld USD, z perspektywą wprowadzenia nowych ceł (25%) na towary o wartości 325 mld USD w niedalekiej przyszłości.** Jego decyzja jest umotywowana zbyt wolnymi postępami w dotychczasowych negocjacjach na linii USA-Chiny. Zgodnie z informacjami medialnymi przedstawiciele Chin rozważają obecnie odwołanie zaplanowanej na środę kolejnej rundy negocjacji handlowych, co wskazuje na spadek prawdopodobieństwa osiągnięcia porozumienia na linii USA-Chiny w krótkim okresie i zwiększa ryzyko eskalacji wojny handlowej pomiędzy tymi krajami. Wspomniana zapowiedź D. Trumpa będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej awersji do ryzyka w tym tygodniu, co będzie negatywne dla kursu złotego i euro.
- **W środę opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że saldo bilansu zwiększyło się do 49,6 mld USD w kwietniu wobec 32,7 mld USD w marcu. Prognozujemy, że tempo wzrostu eksportu zmniejszyło się do 4,2% r/r w kwietniu z 14,2% w marcu, a dynamika eksportu zwiększyła się do -7,4% r/r z -7,6% w marcu. Uważamy, że publikacja danych o chińskim bilansie handlowym znajdzie się w cieniu zapowiedzianych przez D. Trumpa nowych ceł na import towarów z Chin do USA (patrz powyżej), a tym samym będzie ona neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek poznamy dane o inflacji w USA.** Prognozujemy, że inflacja CPI zwiększyła się do 2,0% r/r w kwietniu z 1,9% w marcu, przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej do 2,1% r/r z 2,0% w marcu. Publikacja zgodna z naszymi oczekiwaniami będzie oznaczać, że zmaterializuje się scenariusz zarysowany przez prezesa FED w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej), zgodnie z którym obserwowany w ostatnich miesiącach spadek inflacji w USA miał charakter przejściowy. Oczekujemy, że publikacja danych o inflacji nie zmieni istotnie oczekiwań rynkowych dotyczących perspektyw polityki pieniężnej w USA, a tym samym będzie ona neutralna dla rynków finansowych.

## W zeszłym tygodniu

- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w kwietniu do 49,0 pkt. wobec 48,7 pkt. w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48,8 pkt.) i naszej prognozy (48,7).** Tym samym już szósty miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Do wzrostu indeksu PMI przyczyniła się przede wszystkim wyższa składowa dla bieżącej produkcji (48,7 pkt. w kwietniu wobec 46,7 pkt. w marcu). Należy również zwrócić uwagę na lekki wzrost składowej dotyczącej nowych zamówień ogółem przy jednoczesnym wzroście subindeksu dla nowych zamówień eksportowych. Niemniej jednak oba subindeksy pozostały poniżej granicy 50 pkt., co wskazuje jedynie na spowolnienie tempa spadku wielkości, których dotyczą. Oznacza to, że pogorszenie koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech pozostaje głównym czynnikiem hamującym poprawę sytuacji w polskim przetwórstwie. W warunkach ograniczonego popytu zagranicznego polscy przedsiębiorcy wciąż realizowali zaległe zamówienia – zmniejszyły się one w kwietniu w najszybszym tempie od stycznia 2019 r. W kwietniu odnotowano przyspieszenie tempa spadku zatrudnienia. Biorąc pod uwagę silny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach uważamy, że ta składowa indeksu PMI w ograniczonym stopniu odzwierciedla rzeczywiste tendencje zachodzące w gospodarce, za co odpowiada niewystarczająca reprezentatywność badania Markit (por. MAKROmapa z 06.05.2019). Wartość indeksu PMI ogółem ukształtowała się w kwietniu poniżej swojej przeciętnej wartości z I kw. (48,2 pkt.), co sygnalizuje, że polskie przetwórstwo pozostaje odporne na słabą koniunkturę za granicą (patrz poniżej). Kwietniowe wyniki badań koniunktury stanowią wsparcie dla naszej prognozy dynamiki PKB w II kw. (4,5%

r/r wobec 4,4% w I kw.).

-  **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w kwietniu do 2,2% r/r wobec 1,7% w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (1,8%) i naszej prognozy (1,9%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku wzrostu inflacji ogółem oddziaływała wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (3,3% r/r w kwietniu wobec 2,6% w marcu), paliw (8,5% r/r wobec 7,3%) oraz nośników energii (-0,8% r/r wobec -1,3%). Przyczyną przyspieszenia wzrostu cen żywności były w naszej efekcie wyższe dynamiki cen warzyw i pieczywa (efekt ubiegłorocznej suszy) oraz mięsa (wyższa dynamika cen drobiu i wieprzowiny). Do wzrostu inflacji przyczyniła się także wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami wzrosła w kwietniu do ok. 1,7-1,9% r/r wobec 1,4% w marcu. Uważamy, że jej źródłem jest stopniowo narastająca presja kosztowa w polskiej gospodarce, co najprawdopodobniej znalazło odzwierciedlenie w wyższej dynamice cen w szerokim zakresie kategorii. Wstępne dane o inflacji stanowią istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja zwiększy się w II kw. do 1,5% r/r wobec 1,2% w I kw., a w całym 2019 r. wyniesie 1,5% r/r wobec 1,6% w 2018 r. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 15 maja.
-  **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w marcu w cenach bieżących o 3,1% r/r wobec wzrostu o 6,5% r/r w lutym.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych spadła w marcu do 1,8% wobec 5,6% w lutym. Spadek realnej dynamiki sprzedaży detalicznej wynikał przede wszystkim z efektu statystycznego w postaci innego układu świąt Wielkiejnocy w 2019 r. w porównaniu do 2018 r., który obniżył dynamikę sprzedaży w kategoriach "żywność, napoje i wyroby tytoniowe" oraz "sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach". Po wyłączeniu wspomnianych wyżej kategorii sprzedaż detaliczna zwiększyła się, co wskazuje na utrzymujący się silny popyt konsumpcyjny w marcu wspierany przez dobrą sytuację na rynku pracy i rekordowy optymizm gospodarstw domowych (por. MAKROpuls z 23.04.2019). Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła o 4,1% r/r w I kw. wobec wzrostu o 5,8% w IV kw. ub. r., co sygnalizuje lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w I kw. zwiększyło się do 4,8% r/r wobec 4,3% w IV kw. ub. r.
-  **Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zmniejszyła się w marcu do 10,8% r/r wobec 15,1% w lutym.** W kierunku spadku dynamiki produkcji w marcu oddziaływały przede wszystkim niekorzystne efekty kalendarzowe (por. MAKROpuls z 24.04.2019). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w marcu o 0,5% m/m. W kolejnych kwartałach oczekujemy spowolnienia wzrostu produkcji budowlano-montażowej, związanego głównie z wygasaniem cyklu w inwestycjach publicznych (w tym z ustąpieniem samorządowej "górkę inwestycyjnej"). W I kw. produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 9,9% r/r wobec wzrostu o 16,8% w IV kw. W połączeniu z marcowymi danymi nt. produkcji przemysłowej (por. MAKROpuls z 18.04.2019) stanowią one wsparcie dla naszej prognozy lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w I kw. (4,4% r/r wobec 4,9% w IV kw. ub. r.).
-  **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED utrzymał na nim docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych na poziomie [2,25%; 2,50%]. Jednocześnie w komunikacie podtrzymana została ocena, zgodnie z którą w świetle bieżącej sytuacji w światowej gospodarce i na rynkach finansowych, a także ograniczonej presji inflacyjnej Rezerwa Federalna może pozwolić sobie na „cierpliwość” podejmując decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych, a ich poziom uzależniać będzie od kształtowania się powyższych czynników makroekonomicznych. Szef FED J. Powell podczas konferencji po posiedzeniu podkreślił, że nie widzi on obecnie przesłanek za zmianą stóp procentowych. Jednocześnie zaznaczył on, że obserwowany w ostatnim czasie spadek inflacji bazowej jest przejściowy. Wypowiedź J. Powella została odebrana przez inwestorów jako jastrzębia, co doprowadziło do nieznacznego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji i lekkiego

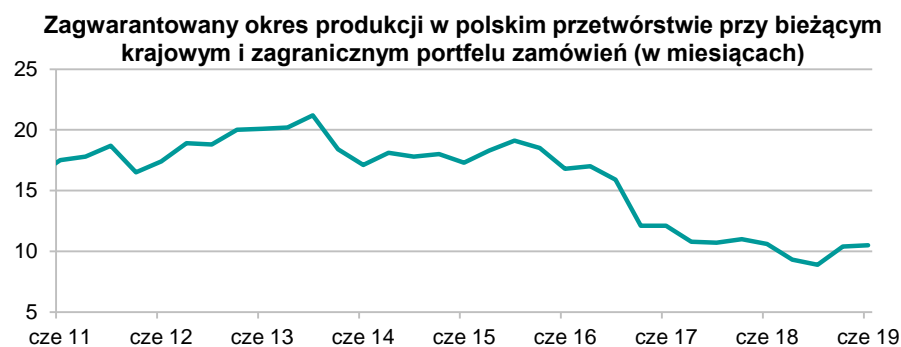
umocnienia dolara względem euro. Treść komunikatu po posiedzeniu FOMC oraz wydzwięk konferencji po posiedzeniu stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, w którym zakładamy stabilizację stóp procentowych w USA w 2019 r. i w 2020 r.

- **W ostatnich dwóch tygodniach opublikowane zostały istotne dane z USA.** Sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększyło się w I kw. do 3,2% wobec 2,2% w IV kw. 2018 r., co było powyżej oczekiwań rynku (1,8%) i naszej prognozy (2,7%). Przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w USA wynikało z wyższych wkładów eksportu netto (1,03 pp. w I kw. wobec -0,08 pp. w IV kw.), zapasów (0,65 pp. wobec 0,11 pp.) oraz wydatków rządowych (0,41 pp. wobec -0,07 pp.). Przeciwny wpływ miały niższe wkłady konsumpcji prywatnej (0,82 pp. wobec 1,66 pp.) oraz inwestycji (0,27 pp. wobec 0,54 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. był eksport netto, podczas gdy przez ostatnie trzy kwartały była to konsumpcja prywatna. Struktura wzrostu ogranicza zatem jastrzębi wydzwięk danych. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA, które zwiększyło się w kwietniu o 263 tys. wobec wzrostu o 189 tys. w marcu (rewizja w dół z 196 tys.), co było znacząco powyżej konsensusu rynkowego (wzrost o 180 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+76,0 tys.), edukacji i służbie zdrowia (+62,0 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+34,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce w handlu detalicznym (-12,0 tys.), dostarczaniu mediów (-3,2 tys.) oraz górnictwie i wycince drzew (-3,0 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się w kwietniu do 3,6% wobec 3,8% w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (3,8%) oraz poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,3%, por. MAKROMAPA z 25.03.2019). Spadek stopy bezrobocia w znacznym stopniu był efektem zmniejszenia zasobu siły roboczej, co znalazło odzwierciedlenie również w obniżeniu współczynnika aktywności zawodowej do 62,8% w kwietniu wobec 63,0% w marcu. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 3,2%, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (3,4%). Wskazuje to na utrzymującą się ograniczoną presję płacową w amerykańskiej gospodarce. Dane o PKB oraz zatrudnieniu poza rolnictwem pozostały w cieniu jastrzębiego wystąpienia J. Powella na konferencji po posiedzeniu FED, tym samym ich wpływ na kurs EURUSD był ograniczony.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury w USA.** Pogorszenie sytuacji w przetwórstwie zasygnalizował indeks ISM, który zmniejszył się w kwietniu do 52,8 pkt. wobec 55,3 pkt. w marcu, co było powyżej oczekiwań rynku (55,0 pkt.). Jego spadek wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia oraz bieżącej produkcji). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje zmniejszenie indeksu dla nowych zamówień eksportowych poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, co w połączeniu z wynikami badań koniunktury w chińskim przetwórstwie (patrz poniżej) może wskazywać na utrzymujące się nadal spowolnienie w światowym handlu. Spadek odnotował także indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 55,5 pkt. w kwietniu wobec 56,1 pkt. w marcu przy oczekiwaniach równych 57,2 pkt. Obniżenie indeksu wynikało z niższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla zatrudnienia, czasu dostaw oraz nowych zamówień). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także indeks Conference Board, który wzrósł w kwietniu do 129,2 pkt. wobec 124,1 pkt. w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (126,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Dane z USA nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w II kw. do 2,0%.
- **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w kwietniu do 50,2 pkt. wobec 50,8 pkt. w marcu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,9 pkt.).** Niemniej drugi miesiąc z rzędu indeks pozostaje powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów wszystkich 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw). W strukturze danych na uwagę zasługuje spadek składowej dla nowych zamówień eksportowych, która

powróciła poniżej poziomu 50 pkt. Rozczarowało to część uczestników rynku oczekujących pierwszych sygnałów ożywienia w światowym handlu, szczególnie w kontekście opublikowanych w ostatnim czasie wyraźnie lepszych od konsensusu danych o produkcji przemysłowej w Chinach (por. MAKROmapa z 23.04.2019). Na pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks CFLP PMI, który zmniejszył się w kwietniu do 50,1 pkt. wobec 50,5 pkt. w marcu, co również było poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.). Indeksy PMI pomimo swojego spadku w kwietniu nadal wskazują na ekspansję chińskiego przetwórstwa. W naszej ocenie w znacznym stopniu odzwierciedla ona pierwsze efekty stymulacji wzrostu gospodarczego realizowanej przez chiński rząd, które są jednak mniejsze niż oczekiwał rynek. Wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa nie zmieniają naszego scenariusza zakładającego przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Chinach w II poł. 2019 r. W konsekwencji prognozujemy, że dynamika chińskiego PKB w całym 2019 r. wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.

- ▀ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w kwietniu do 1,7% r/r wobec 1,4% w marcu, kształtując się zgodnie z naszymi oczekiwaniami i powyżej konsensusu rynkowego (1,6%).** Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen usług, podczas gdy przeciwny wpływ miał wolniejszy wzrost cen żywności. W naszej ocenie wyższa dynamika cen usług wynikała z innego układu świąt Wielkiejnocy, co przejściowo zwiększyło inflację w kategoriach „hotele”, „wycieczki” oraz „transport lotniczy”. Tym samym oczekujemy, że w kwietniu inflacja w strefie euro osiągnęła swoje maksimum lokalne na poziomie 1,6% r/r i w kolejnych miesiącach będzie kształtowała się w trendzie spadkowym obniżając się do 1,1% r/r w IV br. Ponadto prognozujemy, że inflacja bazowa w strefie euro nie przekroczy 1,4% w horyzoncie najbliższych dwóch lat. Stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp procentowych EBC nastąpi dopiero w połowie 2021 r. Rynek wycenia obecnie podwyżkę stóp procentowych w strefie euro (o 10pb) w I kw. 2021 r.
- ▀ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. br. zwiększyła się do 0,4% wobec 0,2% w IV kw. 2018 r. (1,2% r/r zarówno w I kw. jak i w IV kw.), co było powyżej oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą (0,3%).** W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wstępne szacunki PKB w kilku gospodarkach strefy euro, m.in. we Francji (0,3% kw/kw w I i IV kw.), Hiszpanii (0,7% w I kw. wobec 0,6% w IV kw.) oraz we Włoszech (0,2% w I kw. wobec -0,1% w IV kw.). Lepsze od oczekiwań dane wskazujące na poprawiające się perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro są pozytywne dla kursu EURUSD. Opublikowane dane o PKB są wstępnym szacunkiem i nie uwzględniają jego struktury. Kolejny szacunek PKB w strefie euro w I kw., uwzględniający tempo wzrostu we wszystkich krajach obszaru wspólnej waluty, zostanie opublikowany 15 maja, a dane nt. struktury PKB poznamy 6 czerwca.

## Recepta polskiego przemysłu na spowolnienie w Niemczech



Źródło: Komisja Europejska, Credit Agricole

Od początku 2018 r. można zaobserwować wyraźne obniżenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech w znacznym stopniu związane ze spowolnieniem w światowym handlu oraz dekoniunkturą w branży motoryzacyjnej. Mimo wysokiego stopnia integracji gospodarek Polski i Niemiec, produkcja przemysłowa w Polsce



odznacza się dużą odpornością na spowolnienie w Niemczech (por. MAKROpuls z 18.04.2019). Utrzymujące się wysokie tempo produkcji przemysłowej w Polsce może być w pewnym stopniu łączone z realizacją nagromadzonych wcześniej zaległości produkcyjnych. Wsparcie dla takiej oceny stanowią opublikowane w ubiegłym tygodniu wyniki badań koniunktury Komisji Europejskiej, zgodnie z którymi nadal nie wyczerpał się bufor w postaci niezrealizowanych zamówień (por. MAKROmapa z 01.04.2019). Należy przy tym zwrócić uwagę, że kluczowy z punktu widzenia oceny wielkości buforu niezrealizowanych zamówień nie jest poziom wskaźnika lecz kierunek zmian. W naszej ocenie realizacja zaległości produkcyjnych nie tłumaczy jednak w pełni odporności polskiego przemysłu na spowolnienie w Niemczech. Przedmiotem poniższej analizy jest próba ustalenia pozostałych najważniejszych przyczyn tego zjawiska.

W pierwszej kolejności przetestowana została hipoteza, zgodnie z którą w warunkach spowolnienia gospodarczego w Niemczech doszło do reorientacji geograficznej polskiego eksportu na inne rynki, co pozwoliło na utrzymanie wysokiego tempa produkcji przemysłowej w Polsce. W tym celu

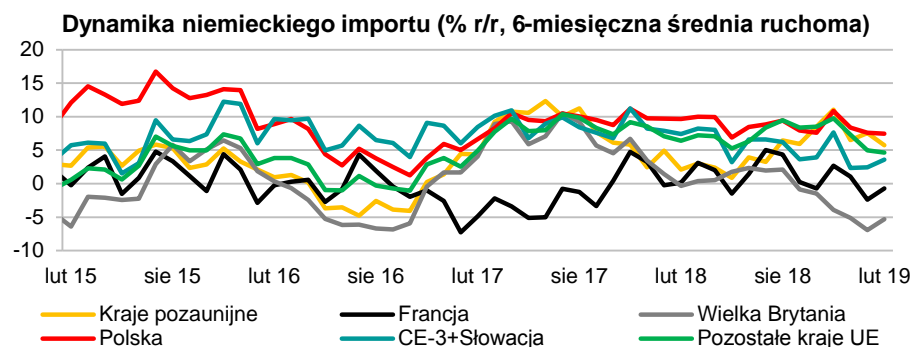
Zmiany w strukturze geograficznej polskiego eksportu w latach 2017-2018				
	Udział w 2017 r.	Udział w 2018 r.	Zmiana (pkt. proc.)	Najważniejsze zmiany
<b>Strefa euro</b>	57,0%	57,6%	0,6	Niemcy ↑ Włochy ↓ Hiszpania ↓
<b>Kraje CE-3</b>	10,9%	11,1%	0,1	Rumunia ↑ Czechy ↓
<b>Pozostałe kraje UE</b>	12,0%	11,6%	-0,4	Wielka Brytania ↓
<b>Kraje WNP</b>	4,0%	4,1%	0,1	Rosja ↑
<b>Pozostałe kraje Europy</b>	4,9%	4,8%	-0,1	Szwajcaria ↓ Ukraina ↓
<b>Azja</b>	8,4%	8,2%	-0,2	Turcja ↓
<b>Afryka</b>	1,1%	1,1%	0,0	brak istotnych zmian
<b>Ameryka Północna</b>	3,8%	3,9%	0,0	USA ↑
<b>Ameryka Południowa</b>	0,4%	0,4%	0,0	brak istotnych zmian
<b>Oceania</b>	0,4%	0,3%	0,0	Australia ↓

Źródło: Eurostat, Credit Agricole

przeanalizowaliśmy zmiany w strukturze geograficznej polskiego eksportu w latach 2017-2018. Zgodnie z danymi Eurostatu, w 2018 r. najsilniejszy wzrost udziału w strukturze geograficznej polskiego eksportu odnotowano w przypadku strefy euro. Co ciekawe, główną tego przyczyną był wzrost udziału Niemiec. W 2018 r. zwiększyło się również znaczenie krajów Europy Środkowo-Wschodniej (CE-3), za sprawą wyższego eksportu do Rumunii, a także krajów WNP, ze względu na zwiększenie udziału Rosji. Spadek udziału w strukturze geograficznej polskiego eksportu odnotowano natomiast w przypadku pozostałych krajów UE, w znacznym stopniu ze względu na spadek znaczenia Wielkiej Brytanii. Jest to w naszej ocenie związane z podwyższoną niepewnością wokół formy *Brexitu*, która oddziałuje w kierunku zmniejszania przez część polskich eksporterów uzależnienia od brytyjskiego rynku zbytu. Nieznaczne obniżenie udziału odnotowano także w przypadku krajów azjatyckich, co wynikało ze spadku znaczenia Turcji w strukturze polskiego eksportu. Przytoczone wyżej dane pozwalają zatem odrzucić hipotezę, iż przyczyną odporności produkcji przemysłowej w Polsce na spowolnienie w Niemczech była reorientacja geograficzna eksportu na inne rynki (por. tabela).

W obliczu powyższych wyników, kolejną testowaną hipotezą był ewentualny wzrost udziału Polski w niemieckim imporcie, który mógł częściowo skompensować jego spowolnienie. W tym celu przeanalizowane zostały dane dotyczące struktury geograficznej niemieckiego importu. Zgodnie z danymi Eurostatu, udział Polski w niemieckim imporcie zwiększył się w 2018 r. do 5,5% wobec 5,2% w 2017 r. Szacujemy, że przy pozostałych warunkach niezmiennych przyczyniło się to do wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej w Polsce w 2018 r. o 0,6 pkt. proc. W znacznym stopniu było to skutkiem napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w ostatnich latach (efekt podażowy) ze względu na przewagi konkurencyjne Polski związane z niższymi kosztami pracy, dostępem do wykwalifikowanej siły roboczej oraz korzystnym położeniem (członkostwo w UE, bliskość geograficzna Niemiec i centralne położenie w Europie). Niemniej wspomniany wzrost udziału Polski w niemieckim

importcie w 2018 r. był o 0,1 pkt. proc. wyższy niż w 2017 r., co może sugerować, że w warunkach presji na obniżenie kosztów produkcji w warunkach spowolnienia gospodarczego, niemieckie firmy szybciej zastępowały dotychczasowe dostawy tańszym importem z Polski.

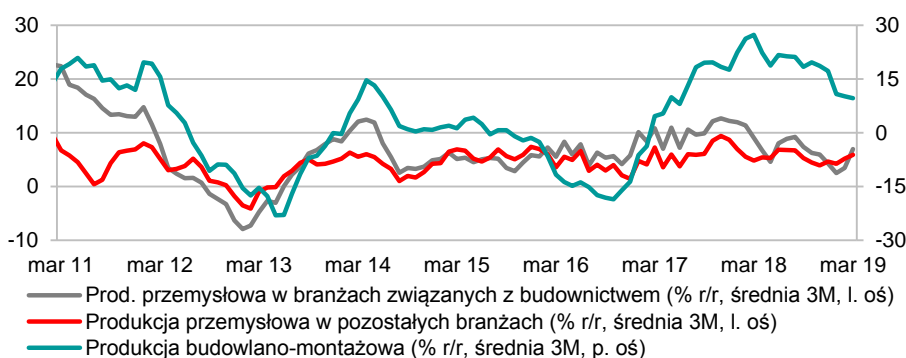


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

O przewagach kosztowych polskiego przemysłu świadczą dane Eurostatu, zgodnie z którymi jednostkowe koszty pracy w przetwórstwie (wyrażone w EUR) pomiędzy IV kw. 2017 r. i IV kw. 2018 r. zwiększyły się w Polsce o 6,8%. Był to mniejszy wzrost niż odnotowano w analogicznym okresie w strefie euro (7,4%), czy krajach regionu – na Węgrzech (9,7%) i Rumunii (25,9%).

Dodatkowe wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek udziału w niemieckiej strukturze importu takich krajów jak Francja, Hiszpania oraz Wielka Brytania. Zmniejszenie znaczenia tej ostatniej może sugerować również wspomniany wcześniej wpływ niepewności związanej z *Brexitem* na reorientację geograficzną niemieckiego importu. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że za wzrost udziału Polski w niemieckim imporcie odpowiadały dobra konsumpcyjne i kapitałowe (dobra finalne), podczas gdy udział dóbr pośrednich się obniżył. Z jednej strony jest to efekt rosnącego reeksportu dóbr finalnych z Polski, w której ze względu na wspomnianą wyżej rentę geograficzną wiele międzynarodowych firm lokuje swoje centra logistyczne (efekt neutralny dla produkcji przemysłowej w Polsce). Z drugiej strony może to oznaczać zachodzące zmiany strukturalne w polskim przemyśle polegające na jego stopniowym przesuwaniu się w górę w ramach globalnego łańcucha tworzenia wartości (efekt pozytywny dla produkcji przemysłowej w Polsce). Oszacowany przez nas pozytywny wpływ wzrostu udziału Polski w niemieckim imporcie jest jednak zbyt mały by tym czynnikiem tłumaczyć odporność polskiej produkcji przemysłowej na spowolnienie w Niemczech.

Przedstawione wyżej wyniki stały się podstawą do sformułowania trzeciej hipotezy, zgodnie z którą w warunkach spowolnienia gospodarczego w Niemczech polskie firmy zaczęły kierować produkcję na rynek krajowy. W tym celu przeanalizowane zostały dane z firmy PONT Info dotyczące udziału sprzedaży na eksport w przychodach ogółem. W obliczeniach wzięte pod uwagę zostały tylko te działy, w których w 2018 r. odnotowano zarówno spadek udziału sprzedaży na eksport w przychodach jak i wzrost średniorocznej dynamiki produkcji w porównaniu do 2017 r. Wśród badanych działów znalazły się: „produkcja papieru i wyrobów z papieru”, „produkcja z pozostałych surowców niemetalicznych”, „produkcja urządzeń elektrycznych” oraz „produkcja pozostałego sprzętu transportowego”. Zwiększona sprzedaż na rynek krajowy w tych działach przy pozostałych warunkach niezmiennych zwiększyła dynamikę produkcji przemysłowej w 2018 r. o 0,3 pkt. proc.



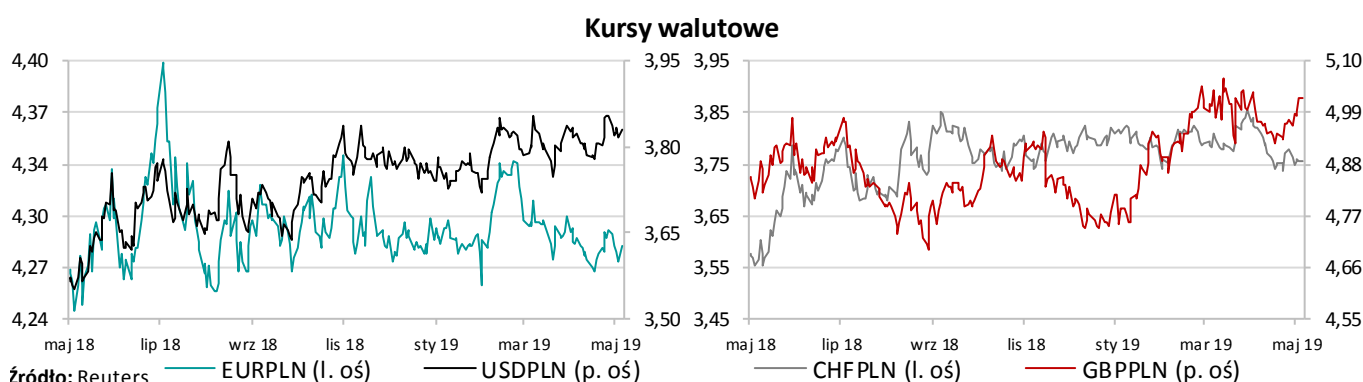
Źródło: GUS, Credit Agricole

Wzrost popytu krajowego jako czynnik kompensujący spadek popytu zewnętrznego odnotowano również w działach odpowiadających za dostarczanie surowców i materiałów używanych w projektach budowlanych: „produkcji wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych”, „produkcja metali”, „produkcji wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych” oraz „produkcji wyrobów z metali”. Efekt ten wystąpił w I kw. br. Wyższa dynamika

produkcji w tych działach, w znacznym stopniu związana z ożywieniem w krajowym budownictwie (por. MAKROpuls z 24.04.2019), podbiła dynamikę produkcji przemysłowej w I kw. o 0,7 pkt. proc.

Podsumowując w naszej ocenie głównymi przyczynami odporności produkcji przemysłowej w Polsce na silne pogorszenie koniunktury w Niemczech były: bufor w postaci zaległości produkcyjnych, zachodzące w ostatnich latach strukturalne zmiany polegające na wzroście udziału importu z Polski w niemieckim imporcie, związane z wysoką konkurencyjnością polskiego przemysłu oraz zwiększenie produkcji kierowanej na rynek krajowy, w tym w szczególności do odbiorców z branży budowlanej. Przedstawione wyżej szacunki są ostrożne. Oznacza to, że „efekt odporności” może być w rzeczywistości wyższy niż wskazują nasze obliczenia.

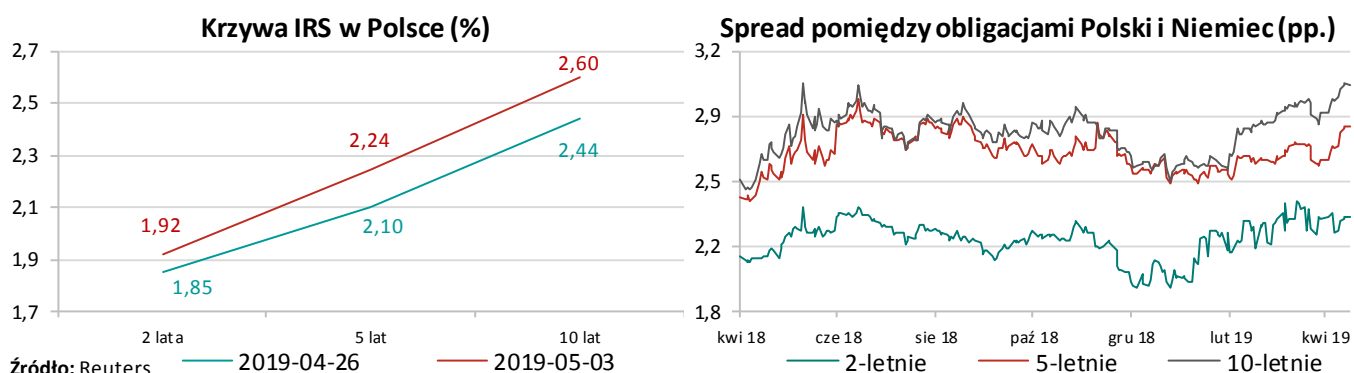
## Ryzyko eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny negatywne dla złotego



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2754 (umocnienie złotego o 0,5%).** Przez cały ubiegły tydzień na rynku utrzymywała się niewielka płynność ze względu na długi weekend, a kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. Do umocnienia polskiej waluty przyczyniły się wyższe od oczekiwań dane o krajowej inflacji oraz indeks PMI dla przetwórstwa. Przeciwny efekt miał silniejszy od oczekiwań wzrost inflacji w strefie euro. Na uwagę zasługuje także ubiegłotygodniowe umocnienie dolara względem euro, do którego doszło w reakcji na jastrzębi wydzwięk wystąpienia J. Powella na konferencji prasowej po posiedzeniu FED. W piątek doszło również do umocnienia funta brytyjskiego względem euro po tym jak J. Corbyn, lider największej partii opozycyjnej w Wielkiej Brytanii powiedział, że parlament musi osiągnąć porozumienie w sprawie *Brexitu*.

W tym tygodniu osłabieniu złotego może sprzyjać wzrost światowej awersji do ryzyka po tym jak prezydent USA D. Trump zarzucił Chinom brak postępów w negocjacjach i zagroził, że w najbliższy piątek wprowadzi podwyższone cła na kolejną transzę towarów importowanych z Chin, tym razem o wartości 200 mld USD. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje danych nt. bilansu handlowego w Chinach oraz inflacji w USA będą miały ograniczony wpływ na kurs złotego.

## Wstępne dane o krajowej inflacji doprowadziły do silnego wzrostu stawek IRS



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,92 (wzrost o 7pb), 5-letnie do 2,24 (wzrost o 14pb), a 10-letnie do 2,60 (wzrost o 16pb).** Silny ubiegłotygodniowy wzrost stawek IRS na całej długości krzywej wynikał z wtorkowej publikacji znacząco wyższego od oczekiwań wstępnego szacunku inflacji w Polsce. W reakcji na dane doszło do nasilenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Na podstawie kontraktów FRA rynek wycenia obecnie pełną podwyżkę stóp procentowych (o 25 pb) w IV kw. 2020 r. W pozostałych dniach stawki IRS charakteryzowały się niską zmiennością ze względu na długi weekend.

W tym tygodniu wzrostowi stawek IRS może sprzyjać podwyższona awersja do ryzyka związana z rosnącym prawdopodobieństwem eskalacji wojny handlowej na linii USA- Chiny. Uważamy, że zarówno dane o chińskim bilansie płatniczym jak i inflacji w USA będą neutralne dla rynku.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	maj 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*	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,29
Kurs USDPLN*	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,80
Kurs CHFPLN*	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,77
Inflacja CPI (r/r, %)	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	1,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	10,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	6,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	
Saldo ROB (mln EUR)	-34	236	192	-754	-1005	-876	-482	-29	-1248	1825	-1386	-1088		
Eksport (r/r, %, EUR)	10,4	1,5	7,7	12,0	8,9	-1,5	13,2	7,6	2,3	5,0	10,0	9,1		
Import (r/r, %, EUR)	15,0	4,1	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	13,4	12,4		

\* 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)	4,4	4,5	4,3	4,2	4,0	3,9	3,7	3,6	5,1	4,3	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	4,5	5,5	4,4	4,3	4,4	3,5	3,7	3,6	4,5	4,7	3,8	
Inwestycje (% r/r)	7,0	5,8	5,2	5,0	4,7	4,9	4,8	5,0	8,7	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	6,3	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	7,1	7,7	7,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,1	3,3	2,6	2,2	2,8	2,1	2,2	1,8	2,6	2,8	2,2
	Inwestycje (pp.)	1,0	0,9	0,9	1,2	0,6	0,8	0,9	1,2	1,5	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**
<b>Poniedziałek 06.05.2019r.</b>						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Kwiecień	52,5	52,5	52,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Kwiecień	51,3	51,3	51,3
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Maj	-0,3		1,4
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	0,4		-0,1
<b>Wtorek 07.05.2019r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	-4,2		1,5
<b>Środa 08.05.2019r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Kwiecień	32,7	49,6	35,0
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,7		-0,5
<b>Czwartek 09.05.2019r.</b>						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	0,4	0,7	0,6
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	2,3	2,4	2,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Marzec	0,0		0,0
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Marzec	0,3		0,2
<b>Piątek 10.05.2019r.</b>						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Marzec	18,7		18,1
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Kwiecień	0,4	0,3	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Kwiecień	0,1	0,2	0,2

\* 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