

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja majowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nie zmienił się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniósł 51,5 pkt. Stabilizacja wartości wskaźnika nastąpiła przy nieznacznej poprawie koniunktury we Francji, braku zmian w Niemczech i lekkim pogorszeniu nastrojów w innych krajach objętych badaniem. W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększy się do 99,6 pkt. w maju z 99,2 pkt. w kwietniu. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne w kontekście oceny perspektyw obserwowanego w ostatnich kwartałach spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty oraz wpływu działań protekcyjnych D. Trumpa na nastroje eksporterów. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja Minutes z majowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótko- i średniookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA (w tym przede wszystkim oczekiwanego kształtowania się inflacji). Szczególnie istotne będą zapisy dające odpowiedź na pytanie czy inni członkowie FOMC, podobnie jak prezes J. Powell uważają, że obserwowany w ostatnim czasie spadek inflacji bazowej jest przejściowy (por. MAKROMapa z 06.05.2019). Publikacja *Minutes* najprawdopodobniej nie dostarczy nowych informacji, które zmieniłyby nasz scenariusz stabilizacji polityki pieniężnej w USA w latach 2019-2020. Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że miesięczna dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe obniżyła się do -3,2% w kwietniu z 2,6% w marcu ze względu na niższą liczbę zamówień w branżach lotniczej i motoryzacyjnej. Oczekujemy, że kontynuację spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące sprzedaży nowych domów (676 tys. w kwietniu wobec 692 tys. w marcu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,37 mln wobec 5,21 mln). Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
- **We wtorek opublikowane zostaną kwietniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 3,0%. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się naszym zdaniem do 6,7% r/r w kwietniu wobec 5,7% w marcu, co było efektem przesunięć zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych branżach. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **W środę poznamy dane o kwietniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 9,0% r/r wobec 5,6% w marcu. W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu (9,1%) a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła w kwietniu o 10,0% r/r wobec 3,1% w marcu.** W kierunku zwiększenia jej dynamiki oddziaływało ustąpienie negatywnego efektu związanego z przesunięciem terminu

święt Wielkiejnocy w porównaniu do ub. r. oraz korzystna różnica w liczbie dni roboczych. W naszej ocenie publikacja danych o sprzedaży detalicznej będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Inflacja CPI wzrosła w kwietniu do 2,2% wobec 1,7% w marcu, co było zgodne ze wstępnym szacunkiem GUS.** W kierunku jej zwiększenia oddziaływał wzrost dynamiki cen żywności, paliw, nośników energii, a także wyższa inflacja bazowa (1,7% r/r w kwietniu wobec 1,4% w marcu). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje szeroki zakres wzrostu inflacji bazowej, co wskazuje, że jego źródłem jest stopniowo narastająca presja kosztowa w polskiej gospodarce. Wsparcie dla takiej oceny stanowi również zmiana inflacji bazowej w ujęciu miesięcznym (+1,0% m/m), co było jej 4 najsilniejszym wzrostem od 1999 r. (por. MAKROpuls z 16.05.2019). Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą w oczekujemy, że do końca 2019 r. dynamika cen ogółem będzie kształtować się w przedziale 2,2-2,6% r/r. Będzie ona wspierana przez stopniowy wzrost inflacji bazowej i przyspieszenie wzrostu cen żywności, podczas gdy przeciwny efekt będzie miało obniżenie dynamiki cen paliw związane z efektami wysokiej bazy z II poł. ub. r. Uważamy, że dostosowanie polityki cenowej przez przedsiębiorstwa (obrazowane wzrostem inflacji bazowej) zakończy się przed końcem br., a tym samym w 2020 r. inflacja ogółem znajdzie się w lekkim trendzie spadkowym.
- **Tempo wzrostu PKB w I kw. wyniosło 4,6% r/r wobec 4,9% w IV kw., ub. r. a tym samym ukształtowało się ono powyżej naszej prognozy (4,4%) i konsensusu rynkowego (4,5%).** Oczyszczony z wpływu czynników sezonowych PKB zwiększył w I kw. o 1,4% kw/kw wobec wzrostu o 0,5% w IV kw. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem. Pełne dane o PKB zawierające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec maja. Uważamy, że głównym czynnikiem odpowiadającym za silniejszy od oczekiwań wzrost PKB w I kw. był wyższy wkład eksportu netto (por. MAKROpuls z 15.05.2019). Czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy w I kw. była również najprawdopodobniej konsumpcja wspierana przez dobrą sytuację na rynku pracy, rekordowy optymizm gospodarstw domowych oraz oczekiwany wzrost dochodów związany z wypłatą transferów socjalnych. Pomimo oczekiwanego przez nas przyspieszenia wzrostu inwestycji, ze względu na zmniejszenie wagi nakładów na środki trwałe w PKB pomiędzy IV i I kw., ich wkład do wzrostu PKB najprawdopodobniej zmniejszył się w I kw. Uważamy, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu PKB nadal będzie osiągało relatywnie wysokie poziomy, jednak będzie się ono znajdować w łagodnym trendzie spadkowym. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy średniorocznej dynamiki PKB w 2019 r. (4,3% r/r w 2019 r. wobec 5,1% w 2018 r.). Głównym czynnikiem ryzyka w dół dla naszego scenariusza jest eskalacja tzw. wojen handlowych (zarówno na linii USA-Chiny, jak i USA-UE).
- **W marcu odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w Polsce w wysokości 533 mln EUR wobec deficytu na poziomie 342 mln EUR w lutym.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 956 mln EUR i 463 mln EUR wyższe niż w lutym), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe salda dochodów pierwotnych i usług (odpowiednio o 482 mln EUR i 62 mln EUR niższe niż w lutym). Dynamika eksportu obniżyła się w marcu do 7,9% r/r wobec 10,0% w lutym, a dynamika importu zmniejszyła się do 1,4% wobec 7,8%, co w znacznym stopniu wynikało z oddziaływania efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB w I kw. zwiększyło się do -0,4% wobec -0,7% w IV kw. 2018 r.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W

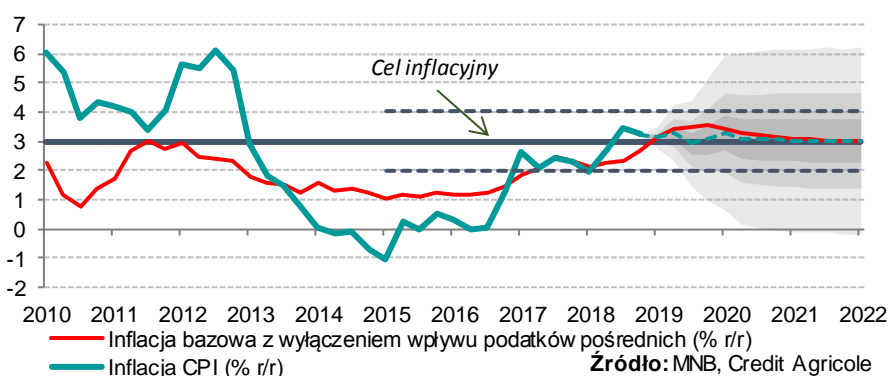
komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Podobnie, jak przed miesiącem Rada podkreśliła, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie tempa wzrostu PKB. Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP stwierdził, że wyraźnie wyższe od oczekiwań dane o kwietniowej inflacji "w niewielkim stopniu zachwiały jego przekonaniem o dużym prawdopodobieństwie stabilizacji stóp procentowych NBP do końca kadencji Rady Polityki Pieniężnej" (początek 2022 r. – por. MAKROpuls z 15.05.2019). Jednocześnie uważa on, że nawet jeśli inflacja pod koniec br. zwiększy się do 3,5% (górną granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego), to będzie to wzrost przejściowy o przyczynach pozostających poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. W jego ocenie jednym z głównych argumentów na rzecz stabilizacji stóp procentowych jest słaba koniunktura u głównych partnerów handlowych Polski, w tym w Niemczech. Wypowiedzi A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się do końca 2019 r. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą ich pierwsza podwyżka (o 25 pb) nastąpi w marcu 2020 r.

- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z Chin.** Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 5,4% r/r w kwietniu wobec 8,5% w marcu (przy oczekiwaniach równych 6,5%), dynamika sprzedaży detalicznej do 7,2% wobec 8,7% (8,6%), a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich do 6,1% wobec 6,3% (6,4%). Wyraźnie niższe od konsensusu rynkowego dane z Chin, w połączeniu z ostatnią eskalacją wojny handlowej na linii USA-Chiny (por. MAKROmapa z 13.05.2019) wskazują na znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w Chinach w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą ożywienie wzrostu PKB w Chinach w II poł. 2019 r., a także całą ścieżkę wzrostu PKB w latach 2019-2020 (6,4% w 2019 r. oraz 6,0% w 2020 r.). W obecnej sytuacji realizacja takiego scenariusza uzależniona będzie jednak od zwiększonej stymulacji wzrostu gospodarczego przez Chiny. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach chiński rząd w większym stopniu rozluźni politykę fiskalną, z kolei Ludowy Bank Chin dokona obniżek stopy procentowej wykorzystywanej w operacjach otwartego rynku (w łącznej skali o 30pb) oraz stopy rezerw obowiązkowych (w łącznej skali o 100pb).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. 2019 r. zwiększyła się do 0,4% wobec 0,2% w IV kw. 2018 r. (1,2% r/r w I kw. wobec 1,1% w IV kw.). Dane obejmujące strukturę PKB poznamy 6 czerwca. Przyspieszenie kwartalnego tempa wzrostu gospodarczego odnotowano m.in. w Niemczech (0,4% kw/kw w I kw. wobec 0,0% w IV kw.), Włoszech (0,2% wobec -0,1%), Hiszpanii (0,7% wobec 0,6%). We Francji oraz Holandii tempo wzrostu PKB w I kw. nie zmieniło się w porównaniu do IV kw. i wyniosło odpowiednio 0,3% oraz 0,5%. Prognozujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro w II kw. nie zmieni się w porównaniu do I kw. i wyniesie 0,4%. Jednocześnie w całym 2019 r. oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie 1,2% wobec 1,8% w 2018 r.
- ✔ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w maju do -2,1 pkt. wobec 3,1 pkt. w kwietniu, co było poniżej oczekiwań rynku (5,0 pkt).** Zgodnie z komunikatem obniżeniu indeksu sprzyjały obawy respondentów o wpływ dalszej eskalacji wojny handlowej na linię USA-Chiny na niemiecki eksport. Nieznacznie poprawiła się natomiast ocena bieżącej sytuacji, co związane było z publikacją lepszych od oczekiwań danych nt. PKB w strefie euro za I kw. br. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zmniejszy się w II kw. do 0,3% wobec 0,4% w I kw. br.
- ✔ **W zeszłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA oraz wyniki badań koniunktury.** Miesięczna

dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w kwietniu do -0,5% m/m wobec 0,2% w marcu, co było poniżej oczekiwań rynku (0,0%). Jej zmniejszenie wynikało ze spadku dynamiki produkcji w przetwórstwie i dostarczaniu mediów, podczas gdy przeciwny efekt miało wyższe tempo wzrostu produkcji w górnictwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się w kwietniu do 77,9% wobec 78,5% w marcu. Spadek odnotowała także nominalna dynamika sprzedaży detalicznej, która obniżyła się w kwietniu do -0,2% m/m wobec 1,7% w marcu, co było poniżej oczekiwań rynku (0,7%). Jej zmniejszenie wynikało ze spadku dynamiki sprzedaży w większości kategorii. Bez uwzględnienia samochodów nominalna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 0,1% wobec 1,3%. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. pozwoleń na budowę (1296 tys. w kwietniu wobec 1288 tys. w marcu) oraz rozpoczętych budów domów (1235 tys. wobec 1168 tys.), które wskazały na wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również wyniki badań koniunktury. Wzrost odnotowały wskaźniki NY Empire State (17,8 pkt. w maju wobec 10,1 pkt. w kwietniu) oraz Philadelphia FED (16,6 pkt. w maju wobec 8,5 pkt. w kwietniu), które wskazały na poprawę sytuacji w przetwórstwie odpowiednio w stanie Nowy Jork oraz rejonie Pensylwanii, New Jersey i Delaware. Wyraźną poprawę nastrojów konsumenckich zasygnalizował wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w maju do 102,4 wobec 97,2 pkt. w kwietniu, kształtując się znacząco powyżej konsensusu rynkowego (97,5 pkt.). Jest to jednocześnie jego najwyższy poziom od stycznia 2004 r. Wzrost indeksu wynikał przede wszystkim ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji pozostała na poziomie zbliżonym jak przed miesiącem. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w II kw. do 2,0% wobec 3,2% w IV kw.

W ubiegłym tygodniu doszło do zerwania rozmów pomiędzy rządzącą Partią Konserwatywną a opozycyjną Partią Pracy nt. wspólnego stanowiska w sprawie *Brexitu*. Jednocześnie premier Wielkiej Brytanii T. May ogłosiła, że na początku czerwca odbędzie się kolejne głosowanie w sprawie wynegocjowanej przez nią umowy dotyczącej *Brexitu*, po którym niezależnie od wyniku ustalony zostanie termin jej dymisji ze stanowiska premiera. Uważamy, że prawdopodobieństwo przyjęcia umowy przez brytyjski parlament pozostaje niskie. Oczekujemy, że następca T. May będzie charakteryzował się bardziej stanowczym stanowiskiem względem UE, w tym większym poziomem akceptacji dla wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy, co będzie miało na celu zatrzymanie odpływu zwolenników Partii Konserwatywnej niezadowolonych z bieżącej polityki jej kierownictwa. Niemniej Partia Konserwatywna pozostanie silnie podzielona, co wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo, że następca T. May nie uzyska wotum zaufania i dojdzie do przedterminowych wyborów. Realizacja takiego scenariusza będzie oznaczać wzrost prawdopodobieństwa zwycięstwa opozycyjnej Partii Pracy w przedterminowych wyborach, a w konsekwencji zwiększone szanse na przeprowadzenie drugiego referendum w sprawie *Brexitu*. Podtrzymujemy nasz scenariusz bazowy, w którym Wielka Brytania nie opuści UE bez umowy.

Kiedy wzrosną stopy procentowe na Węgrzech?



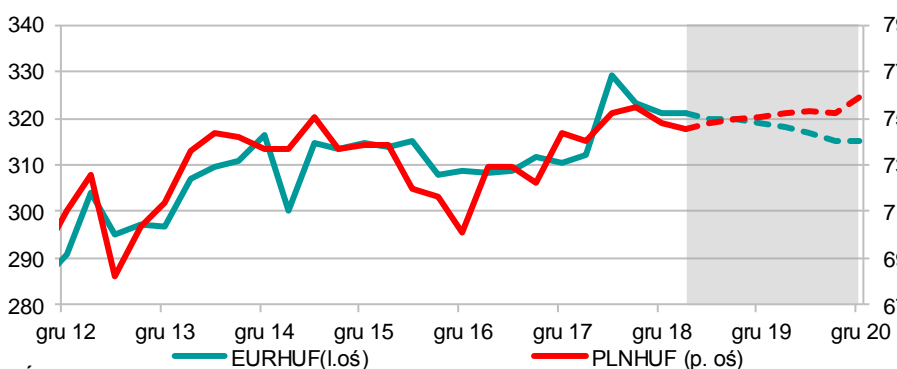
Na posiedzeniu w marcu br. Narodowy Bank Węgier podniósł stopę depozytową o 10 pb do -0,05%. Głównym argumentem za podwyżką było wypełnienie zapowiedzi złożonej w styczniu br. przez wiceprezesa MNB M. Nagy'ego. Zwrócił on wówczas

uwagę, że jeśli inflacja bazowa na Węgrzech osiągnie poziom 3% r/r lub wyższy MNB rozpocznie normalizację polityki pieniężnej. W lutym inflacja bazowa z wyłączeniem wpływu zmian w podatkach pośrednich osiągnęła poziom 3,2% r/r, a tym samym brak reakcji ze strony MNB wiązałby się z utratą wiarygodności banku centralnego. Jednocześnie na konferencji po marcowym posiedzeniu prezes MNB G. Matolcsy podkreślał, że podwyżki nie należy rozumieć jako sygnału rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej i będzie wystarczająca do ustabilizowania inflacji w celu. Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz dotyczący perspektyw polityki pieniężnej na Węgrzech i prognozę kursów EURHUF i PLNHUF.

W kwietniu MNB utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Taka decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi. W marcu MNB zasygnalizował, że decyzje dotyczące ewentualnej zmiany polityki pieniężnej będą podejmowane w interwałach trzymiesięcznych, na posiedzeniach, na których bank centralny będzie dysponował aktualizacjami projekcji inflacji. Wiceprezes M. Nagy zwrócił uwagę w jednym z wywiadów, że sytuacja międzynarodowa zmienia się szybko i w tej sytuacji jakiegokolwiek „zdecydowane wskazówki dotyczące przyszłej polityki monetarnej byłyby nieodpowiedzialne i mogłyby naruszyć wiarygodność MNB”. Słaba koniunktura za granicą, jako czynnik oddziałujący w kierunku spadku krajowej inflacji, była podkreślana zarówno w marcowym, jak i kwietniowym komunikacie MNB. Uważamy, że podwyższona niepewność dotycząca kształtowania się perspektyw światowego wzrostu gospodarczego, w warunkach ryzyka eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny i USA-UE będzie głównym czynnikiem ograniczającym przestrzeń do podwyżek stóp procentowych na Węgrzech. W kontekście dużego znaczenia branży motoryzacyjnej dla węgierskiej gospodarki, szczególnie istotne będzie ryzyko wprowadzenia ceł na import samochodów z UE.

W *Minutes* z kwietniowego posiedzenia MNB zwrócił uwagę, że kolejne decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych będą podejmowane w oparciu o kształtowanie się prognozowanej inflacji w raporcie o inflacji. Uważamy, że jest to sygnał, iż s przeciwieństwie do zapowiedzi złożonej w styczniu, MNB będzie przykładał mniejszą wagę do bieżącego tempa wzrostu cen. Członkowie MNB zaznaczyli również, że szczególna uwaga powinna być poświęcona kształtowaniu się inflacji bazowej (a nie CPI ogółem), aby móc lepiej ocenić tendencje w tym zakresie. Inflacja bazowa z wyłączeniem wpływu zmian w podatkach pośrednich ukształtowała się w kwietniu (3,4% r/r) zgodnie z wartością przedstawioną w marcowym raporcie o inflacji (3,3% w II kw.). Ponadto był to pierwszy spadek inflacji po jej nieprzerwanym wzroście przez ostatnie 6 miesięcy. Uważamy, że czerwcowy raport o inflacji przedstawi podobną ścieżkę inflacji bazowej jak marcowa projekcja – stopniowy spadek dynamiki cen do celu MNB (3,0% r/r) w II poł. br. W przypadku materializacji takiego scenariusza konieczność dalszego zacieśniania polityki pieniężnej przez MNB jest ograniczona. Wsparciem dla tej tezy są bardzo ostrożne wypowiedzi wiceprezesa MNB, który stwierdził w marcu, że zarówno zacieśnianie, jak i rozluźnienie polityki pieniężnej jest obecnie możliwe. Pewne ryzyko w górę dla ścieżki stóp stanowi znacząco wyższa od oczekiwań przedstawionych w projekcji dynamika PKB w I kw. (5,2% wobec 4,2%).

Z początkiem 2019 r. uruchomiony został przez MNB program oferujący niskooprocentowane finansowanie dla przedsiębiorstw (*Funding for Growth Scheme*). W warunkach łagodzenia polityki pieniężnej w sposób niekonwencjonalny trudno uzasadnić podwyżki stóp procentowych przez MNB. Ponadto, w marcu MNB ogłosił, że w lipcu br. uruchomi program skupu obligacji korporacyjnych o łącznej skali 300 mld HUF (0,7% PKB). Celem programu będzie promowanie różnicowania sposobu finansowania przez przedsiębiorstwa oraz poprawa efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Na razie nie zostały określone miesięczna skala zakupów i horyzont czasowy trwania programu. MNB zaznaczył, że celem programu nie jest złagodzenie polityki pieniężnej (dodatkowa płynność będzie sterylizowana przez bank centralny). Ponadto nastawienie EBC uległo wyraźnemu złagodzeniu w porównaniu do stanu sprzed kilku miesięcy co stanowi dodatkowe wsparcie dla utrzymywania stóp procentowych w Węgrzech na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas.



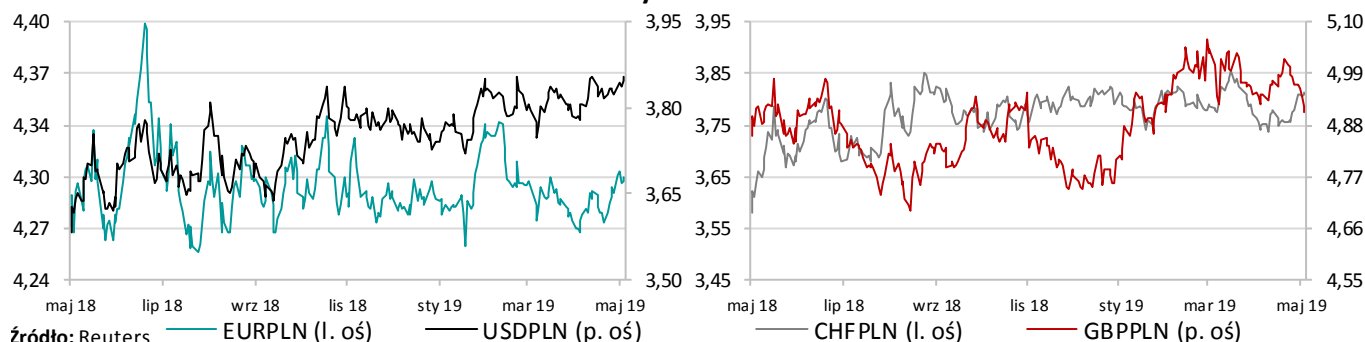
Uważamy, że w II poł. br. będziemy mieli do czynienia z poprawą koniunktury w światowym handlu. W przypadku materializacji naszego scenariusza, oczekujemy, że w IV kw. 2019 r. MNB zacznie w większym stopniu absorbować płynność sektora bankowego, co przyczyni się do wzrostu 3-miesięcznej stawki BUBOR do poziomu zbliżonego do stopy bazowej (obecnie równej

Źródło: Reuters, Credit Agricole

0,90%). Oczekujemy, że stopa depozytowa i stopa bazowa zostaną podwyższone nie wcześniej niż w II kw. 2020 r., odpowiednio do 0,00% i 1,00%. Różnica pomiędzy tymi dwoma stawkami zostanie zredukowana do 100 pb – poziomu obserwowanego przed rozpoczęciem niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Powyższy scenariusz jest zgodny z naszą prognozą kursu EURHUF zakładającą jego spadek do 319 na koniec 2019 r. i 315 na koniec 2020 r. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas kształtowanie się kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) prognozujemy, że kurs PLNHUF wyniesie 75,06 na koniec br. i 75,90 na koniec 2020 r.

Krajowe dane o sprzedaży detalicznej mogą umocnić złotego

Kursy walutowe



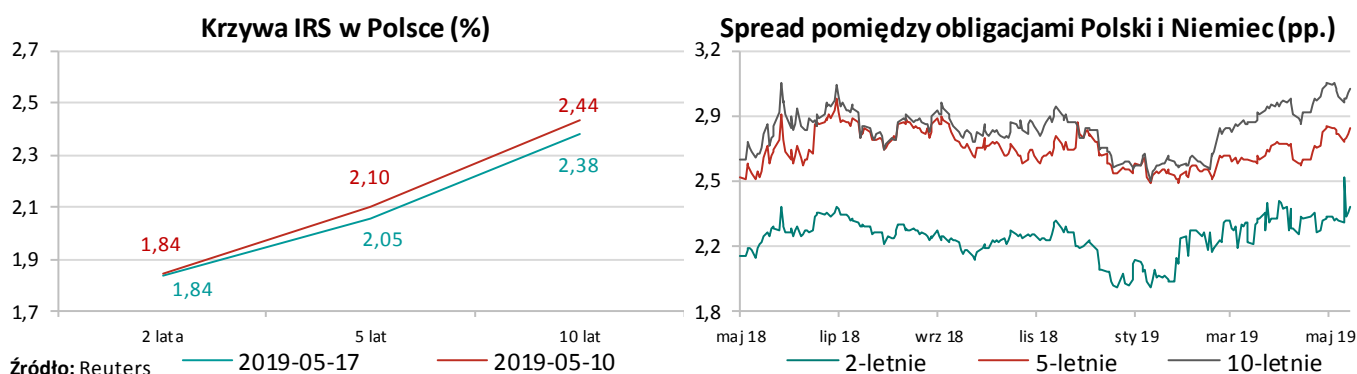
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3031 (osłabienie złotego o 0,3%). Od poniedziałku do środy kursu EURPLN charakteryzował się niską zmiennością, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. W środę do południa kurs złotego był stabilny mimo publikacji licznych istotnych danych ze światowej gospodarki (m.in. słabszych od oczekiwań danych z Chin oraz danych o PKB w krajach strefy euro). Dopiero po południu doszło do wyraźnego umocnienia złotego w ślad za wzrostem kursu EURUSD. Umocnieniu euro względem dolara sprzyjało pojawienie się informacji, zgodnie z którymi prezydent USA D. Trump planuje odłożyć w czasie wprowadzenie podwyższonych ceł na import samochodów z UE. Krajowe dane o inflacji i PKB, a także konferencja po posiedzeniu RPP były neutralne dla polskiej waluty. W czwartek obserwowane było dalsze nieznaczne umocnienie złotego. W piątek doszło do korekty i kursu EURPLN powrócił do poziomów z początku tygodnia. W ubiegłym tygodniu na uwagę zasługuje również wyraźne umocnienie złotego względem funta brytyjskiego. Było ono efektem wzrostu kursu EURGBP, po tym jak Partia Konserwatywna i Partia Pracy zerwały rozmowy w sprawie *Brexitu*.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane o polskiej sprzedaży detalicznej, które w naszej ocenie mogą przyczynić się do jego lekkiego umocnienia. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa, produkcja budowlano-montażowa)

będą naszym zdaniem neutralne dla polskiej waluty. Istotne dla kursu złotego będą wyniki badań koniunktury w najważniejszych gospodarkach strefy euro (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec). W przypadku realizacji naszych prognoz zbliżonych do oczekiwań rynku dane nie będą miały jednak znaczącego wpływu na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego będą również publikacje licznych danych z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym) oraz *Minutes* z majowego posiedzenia FED.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,92, 5-letnie zmniejszyły się do 2,05 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 2,38 (spadek o 6pb). Od poniedziałku do środy obserwowany był spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za niemieckim rynkiem. Spadkowi rentowności niemieckich obligacji sprzyjało pogorszenie nastrojów związanych z eskalacją wojny handlowej na linii USA-Chiny (por. MAKROMapa z 13.05.2019). Jednocześnie ze względu na wzrost awersji do ryzyka doszło do zwiększenia spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. W środę doszło do odwrócenia trendu spadkowego w którym utrzymywały się stawki IRS, co związane było z pojawieniem się informacji, iż prezydent USA D. Trump planuje odłożyć w czasie wprowadzenie podwyższonych ceł na import samochodów z UE. Krajowe dane o inflacji i PKB, a także konferencja po posiedzeniu RPP były neutralne dla krzywej. W czwartek dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu stawek IRS była publikacja dobrych danych nt. PKB w poszczególnych gospodarkach strefy euro.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą wyniki badań koniunktury w najważniejszych gospodarkach strefy euro (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec). W przypadku realizacji naszych prognoz zbliżonych do konsensusu rynkowego prognoz dane nie będą miały istotnego wpływu na krzywą. Do wzrostu stawek IRS może przyczynić się natomiast publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. Pozostałe krajowe dane będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa, produkcja budowlano-montażowa). Ograniczony wpływ na krzywą będą naszym zdaniem także publikacje licznych danych z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym) oraz *Minutes* z majowego posiedzenia FED.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kw i 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kw i 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	4,28
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	3,79
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	3,75
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	2,2	
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	1,7	
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	-342	533		
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	7,9		
Import (r/r, % EUR)	15,0	4,1	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	7,8	1,4		

* 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)	4,6	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)***	-0,4	-0,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-0,7	-1,0	-1,2	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,6	5,7	5,8	5,9	5,6	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)	7,1	7,1	7,0	6,9	6,7	6,5	6,3	6,1	7,2	7,0	6,4	
Inflacja CPI (%)*	1,2	2,4	2,5	2,3	2,8	1,7	1,5	1,6	1,6	2,1	1,9	
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 20.05.2019r.						
11:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Marzec	26,8		
Wtorek 21.05.2019r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	3,0	3,0	3,0
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	5,7	6,7	6,6
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	5,21	5,37	5,30
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumentckiej (pkt.)	Maj	-7,9		-7,7
Środa 22.05.2019r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	5,6	9,0	9,1
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	2,5	2,3	2,5
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Maj			
Czwartek 23.05.2019r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,4	0,4	0,4
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	44,4	45,0	44,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	52,8	53,0	53,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	47,9	48,0	48,1
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Maj	51,5	51,5	51,7
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Kwiecień	3,1	10,0	8,6
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Maj	99,2	99,6	99,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	212		215
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	52,6		52,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	692	675	679
Piątek 24.05.2019r.						
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	9,9	10,1	10,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	2,6	-3,2	-2,0

* 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



Jakub BOROWSKI
 Główny Ekonomista
 tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI
 Starszy Ekonomista
 tel.: 22 573 18 41

krzysztof.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.