

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej w strefie euro nie ulegną zmianie. Uważamy, że konferencja będzie utrzymana w gołębim tonie ze względu na podwyższone ryzyko dotyczące perspektyw makroekonomicznych na świecie i w strefie euro. Na konferencji nie zostaną ogłoszone nowe plany dotyczące kształtu polityki pieniężnej, jednak najprawdopodobniej poznamy szczegóły dotyczące zapowiedzianego wcześniej programu TLTRO. Po posiedzeniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Oczekujemy, że ścieżki inflacji i tempa wzrostu gospodarczego nie ulegną znaczącym zmianom w porównaniu do marcowej prognozy. Wydzźwięk konferencji po posiedzeniu EBC będzie naszym zdaniem neutralny dla rynków finansowych.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu zostanie poruszona kwestia lepszych od oczekiwań NBP danych o PKB w I kw. (w tym znacząco wyższej dynamiki inwestycji). Naszym zdaniem prezes NBP stwierdzi, że dane te nie zmieniają perspektyw polityki pieniężnej i powtórzy on swoją opinię, zgodnie z którą stopy procentowe NBP z dużym prawdopodobieństwem pozostaną na obecnym poziomie do końca kadencji RPP (początek 2022 r.). Uważamy, że wydzźwięk konferencji prasowej będzie neutralny dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 195 tys. osób w maju wobec 263 tys. w kwietniu, przy spadku stopy bezrobocia do 3,5% z 3,6% w kwietniu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 185 tys. w maju wobec 263 tys. w kwietniu). Dzisiaj opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zmniejszy się do 52,5 pkt. w maju wobec 52,8 pkt. w kwietniu. Nieznaczny spadek indeksu sygnalizowany był wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Uważamy, że publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.
- **We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen zmniejszyła się w maju do 1,2% r/r wobec 1,7% w kwietniu. W kierunku spadku inflacji w strefie euro oddziaływała niższa inflacja bazowa (efekt związany z przesunięciem terminu świąt Wielkiejnocy). Wsparcie dla naszej prognozy stanowią opublikowane w ubiegłym tygodniu wstępne dane nt. inflacji HICP w Niemczech, która obniżyła się w maju do 1,3% r/r wobec 2,1% w kwietniu, kształtując się zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji w Niemczech była niższa dynamika cen usług. Wyraźne obniżenie tempa wzrostu cen w tej kategorii wynikało z ustąpienia efektów statystycznych związanych z innym układem świąt Wielkiejnocy, które w kwietniu podbiły inflację m.in. w kategoriach „hotele”, „wycieczki” i „bilety lotnicze”. Nasza prognoza majowej inflacji w strefie euro kształtuje się poniżej konsensusu (1,3%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla złotego i cen polskiego długu.
- **Opublikowany dzisiaj indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa nie zmienił się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniósł 50,2 pkt., co było powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (50,0 pkt.).** Tym samym indeks już czwarty miesiąc z rzędu utrzymał się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Na stabilizację indeksu złożyły się wyższe wkłady jego składowych dla nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw oraz niższy wkład składowej dla bieżącej produkcji. W strukturze danych na uwagę zasługuje wzrost indeksu dla nowych zamówień, któremu towarzyszyło zwiększenie wskaźnika dla nowych zamówień eksportowych. W naszej ocenie wzrost zamówień eksportowych w chińskim przetwórstwie najprawdopodobniej jest związany ze zwiększonymi zamówieniami ze strony

amerykańskich firm chcących zdążyć przed cłami zapowiedzianymi przez D. Trumpa (por. MAKROmapa z 13.05.2019) i nie świadczy on o ożywieniu w światowym handlu. W danych warto również odnotować silny spadek składowej dla oczekiwanej produkcji, która obniżyła się w maju do najniższego poziomu w historii danych (tj. od kwietnia 2012 r.). Uważamy, że odzwierciedla on obawy chińskich przedsiębiorców o wpływ dalszej eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny na gospodarkę Chin. Na pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast indeks CFLP PMI, dla chińskiego przetwórstwa, który obniżył się w maju do 49,4 pkt. wobec 50,1 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,9 pkt.). Podtrzymujemy naszą prognozę dla wzrostu gospodarczego w Chinach (6,4% w 2019 r. i 6,0% w 2020 r.). Osiągnięcie takiej dynamiki PKB będzie jednak związane z koniecznością zwiększenia skali stymulacji wzrostu prowadzonej przez chiński rząd. Mimo eskalacji wojny handlowej podtrzymujemy naszą ocenę, że w II poł. 2019 r. Chiny oraz USA osiągną porozumienie w sprawie jej złagodzenia (prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza oceniamy na 60%).

✔ **We wtorek poznamy wstępne dane o majowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się do 2,4% wobec 2,2% w kwietniu.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe wkłady cen żywności i inflacji bazowej. Z kolei ze względu na efekty wysokiej bazy sprzed roku dynamika cen paliw najprawdopodobniej obniżyła się. Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z konsensusem rynkowym, a więc jej realizacja będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

✔ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w maju do 48,8 pkt. wobec 49,0 pkt. w kwietniu, kształtując się nieznacznie poniżej naszej prognozy zgodnej z oczekiwaniami rynku (49,0 pkt.).** Tym samym już siódmy miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Do spadku indeksu PMI przyczyniły się niższe wkłady składowych dla zapasów pozycji zakupionych. Dobrym sygnałem płynącym z badania jest nieznaczny wzrost składowych dotyczących bieżącej produkcji, nowych zamówień ogółem (w tym eksportowych) i zatrudnienia. Należy jednak pamiętać, że wspomniane subindeksy pozostały w maju poniżej granicy 50 pkt., co wskazuje jedynie na spowolnienie tempa spadku wielkości, których dotyczą. Może to oznaczać, iż jesteśmy blisko dołka spowolnienia w polskim przetwórstwie sygnalizowanego przez badania PMI. Wsparcie dla takiej oceny stanowi również lekki wzrost Wskaźnika Oczekiwanej Produkcji (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) oraz stabilizacja indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa w maju (por. MAKROmapa z 27.05.2019). Ze względu na utrzymującą się w ostatnich miesiącach rozbieżność pomiędzy wskazaniem badania PMI a rzeczywistą sytuacją w przetwórstwie (por. MAKROmapa z 01.04.2019) uważamy, że wskazania indeksu mają obecnie ograniczone własności predykcyjne dla tempa wzrostu gospodarczego. Niemniej jednak dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki PKB w II kw. (4,5% r/r) i całym 2019 r. (4,3%). Nasz zrewidowany średnioterminowy scenariusz makroekonomiczny przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

## W zeszłym tygodniu

✔ **W ubiegłym tygodniu prezydent USA D. Trump zapowiedział, że 10 czerwca wprowadzi cła w wysokości 5% na wszystkie towary importowane z Meksyku, co jest konsekwencją nielegalnego napływu imigrantów z tego kraju do USA.** Jeśli fala imigracji nie zostanie zatrzymana, 1 lipca cła wzrosną do 10%, a następnie co miesiąc będą zwiększane o 5 pkt. proc. aż osiągną poziom 25%. Cła zostaną utrzymane dopóki Meksyk nie spełni oczekiwań USA odnośnie zatrzymania fali nielegalnej emigracji do USA. Zaostrzenie retoryki D. Trumpa względem Meksyku zwiększyło obawy inwestorów o ewentualną eskalację wojny handlowej na linii USA-UE, co doprowadziło do silnego spadku rentowności niemieckich obligacji. Jednocześnie część inwestorów spodziewa się, że polityka handlowa prowadzona przez USA będzie miała negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w USA. W konsekwencji zwiększyły się

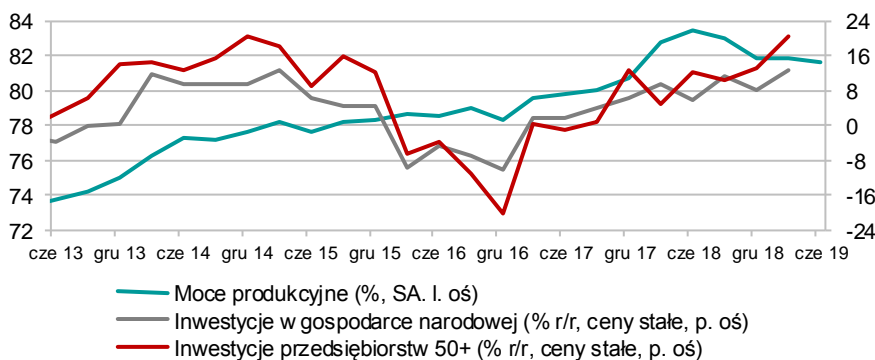
oczekiwania na obniżki stóp procentowych. Rynek obecnie wycenia, że łączna skala obniżek stóp procentowych w USA w 2019 r. wyniesie ok. 45 pb.

- ✓ **Tempo wzrostu polskiego PKB w I kw. wyniosło 4,7% r/r wobec 4,9% w IV kw. ub. r., a tym samym ukształtowało się ono powyżej opublikowanego wcześniej wstępnego szacunku (4,6%).** W kierunku obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w I kw. oddziaływały niższe wkłady zapasów (-1,1 pp. w I kw. wobec -0,3 pp. w IV kw.) oraz inwestycji (-0,3 pp. wobec 1,9 pp.) podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady eksportu netto (0,7 pp. wobec 0,3 pp.), spożycia indywidualnego (2,4 pp. wobec 2,1 pp.) oraz spożycia publicznego (1,1 pp. wobec 0,9 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB pozostało spożycie indywidualne. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje dynamika inwestycji, która zwiększyła się do 12,6% r/r wobec 8,2% r/r w IV kw (por. MAKROpuls z 31.05.2019). Uważamy, że do przyspieszenia nakładów inwestycyjnych przyczyniły się przede wszystkim wyższe inwestycje firm. Wsparcie dla takiej oceny stanowi silny wzrost dynamiki inwestycji firm zatrudniających co najmniej 50 osób w I kw. dane sygnalizują znaczące ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB w całym 2019 r. (4,3%). Czynniki wspierającymi wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach będą kontynuacja ożywienia inwestycyjnego oraz szybki wzrost konsumpcji wspierany przez wypłaty transferów socjalnych. Nasz zrewidowany średnioterminowy scenariusz makroekonomiczny przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB wyniosło 3,1% wobec 3,2% w pierwszym szacunku. Na rewizję dynamiki PKB w dół złożyły się niższe wkłady inwestycji (0,18 pp. w drugim szacunku wobec 0,27 pp. w pierwszym szacunku), eksportu netto (0,96 pp. wobec 1,03 pp.) i zapasów (0,60 pp. wobec 0,65 pp.) oraz wyższe wkłady konsumpcji prywatnej (0,90 pp. wobec 0,82 pp.) i wydatków rządowych (0,42 pp. wobec 0,41 pp.). Tym samym potwierdziła się struktura wzrostu gospodarczego z pierwszego szacunku, zgodnie z którą największy wkład do amerykańskiego PKB w I kw. miał eksport netto. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wyniki badań koniunktury. Indeks Conference Board zwiększył się w maju do 134,1 pkt. wobec 129,2 pkt. w kwietniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (130,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Poprawę nastrojów konsumenckich w maju potwierdził również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który wyniósł 100,0 pkt. wobec 97,2 pkt. w kwietniu oraz 102,4 pkt. we wstępnym szacunku. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w II kw. do 2,0%.
- ✓ **Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) stwierdził nieważność decyzji Komisji Europejskiej (KE) dotyczącej podatku od sprzedaży detalicznej w Polsce.** KE może w ciągu dwóch miesięcy odwołać się od wyroku, przy czym odwołanie może dotyczyć jedynie kwestii formalnych wyroku, a nie jego treści. Ze względu na decyzję Komisji Europejskiej w sprawie podatku od sprzedaży detalicznej, która uznała go za naruszenie zasady pomocy publicznej, jego wprowadzenie zostało zawieszona do 1 stycznia 2020 r. Uważamy, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że podatek od sprzedaży detalicznej wejdzie w życie przed 1 stycznia 2020 r. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wypowiedź rzeczniczki rządu J. Kopcińskiej, która w wywiadzie dla radiowej Trójki zapowiedziała, że wraz z uprawomocnieniem wyroku TSUE podatek zostanie wprowadzony. Podatek zakłada dwie stawki – 0,8% od przychodu między 17 mln zł a 170 mln zł miesięcznie i 1,4% od przychodu powyżej 170 mln zł miesięcznie. Kwota wolna od podatku w skali roku wynosi 204 mln zł. Naszym zdaniem sprzedawcy objęci podatkiem będą dążyć do utrzymania dotychczasowego poziomu marż. W takiej sytuacji będą mieli do dyspozycji dwa rozwiązania: przerzucić podatek na dostawców poprzez negocjacje cenowe lub podnieść ceny sprzedawanych produktów. W zależności od rodzajów produktów, branży, wielkości oraz charakteru relacji z dostawcami, w indywidualnych strategiach

sprzedawców dominować będzie jedno lub drugie rozwiązanie. Największe możliwości w tej kwestii będą miały dyskonty, hipermarkety i sieci handlowe, które ze względu na swoją bardzo silną pozycję negocjacyjną, szczególnie w stosunku do rozdrobnionych przetwórców lub producentów marek własnych w większym stopniu będą w stanie wywierać presję na swoich dostawców. W gorszej sytuacji znajdą się sklepy specjalistyczne nie będące częścią sieci handlowej oraz sklepy franszysowe. Ich siła negocjacyjna względem dostawców jest wyraźnie niższa niż w przypadku supermarketów. Tym samym ich główną odpowiedzią na podatek będzie wzrost cen, co w przypadku rynków charakteryzujących się wysoką konkurencją będzie możliwe w ograniczonym zakresie. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki szacujemy, że wprowadzenie podatku będzie oddziaływało w kierunku wzrostu dynamiki inflacji ogółem o ok. 0,3 pkt. proc. w horyzoncie roku od jego wejścia w życie. Efekt ten będzie szczególnie widoczny w kategoriach takich jak paliwa, odzież i obuwie, napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe, żywność i napoje bezalkoholowe. Tym samym ewentualne wejście w życie podatku będzie stanowiło ryzyko w górę dla naszej krótkookresowej prognozy inflacji.

**Ze względu na wzrost prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy, rosnące ryzyko polityczne we Włoszech, a także pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę kursu EURUSD i jednocześnie podnieśliśmy prognozę dla kursu EURGBP. Obecnie oczekujemy, że kurs EURUSD wyniesie 1,14 na koniec 2019 r. oraz 1,21 na koniec 2020 r. Z kolei zgodnie z naszą nową prognozą kurs EURGBP ukształtuje się na poziomie 0,90 na koniec 2019 r. oraz 0,87 na koniec 2020 r. W wyniku rewizji zmieniły się również nasze prognozy kursów USDPLN oraz GBPPLN. Obecnie oczekujemy, że kurs USDPLN wyniesie 3,73 na koniec 2019 r. oraz 3,43 na koniec 2020 r. Z kolei kurs GBPPLN ukształtuje się na poziomie 4,72 na koniec 2019 r. oraz 4,77 na koniec 2020 r.**

## Co stoi za przyspieszeniem inwestycji przedsiębiorstw?

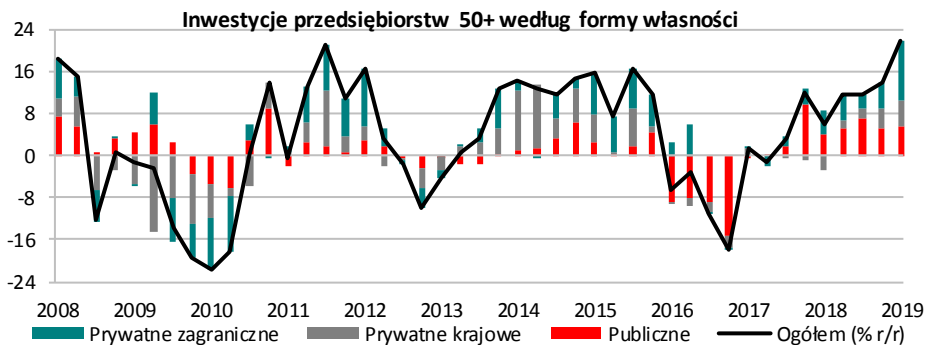


Zgodnie z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu przez GUS danymi, nominalne krajowe inwestycje przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyły się w I kw. o 22,9% r/r wobec wzrostu o 15,0% w IV kw. ub. r. Szybszy wzrost dynamiki nakładów na środki trwałe był efektem głównie wyższych wkładów inwestycji w przetwórstwie (o 4,1 pkt. proc.) i

Źródło: GUS, Credit Agricole

energetyce (o 3,6 pkt. proc.). W przypadku energetyki było to związane z efektami niskiej bazy sprzed roku. Z kolei w przypadku przetwórstwa istotną rolę odegrały inwestycje w działach, które znaczną część swojej produkcji kierują na eksport („produkcja urządzeń elektrycznych”, „produkcja pojazdów samochodowych przyczep i naczep” i „produkcja mebli”) oraz powiązanych z branżą budowlaną („produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej”). Należy zwrócić uwagę, że ożywienie inwestycyjne w przetwórstwie miało szeroki zakres – w 15 z 22 branż odnotowano wzrost inwestycji w ujęciu r/r, podczas gdy 13 z 22 branż dynamizowało wzrost nakładów na środki trwałe. W usługach odnotowano silny wzrost inwestycji w kategorii „transport lądowy”, co najprawdopodobniej związane było z wyższymi inwestycjami kolejowymi.



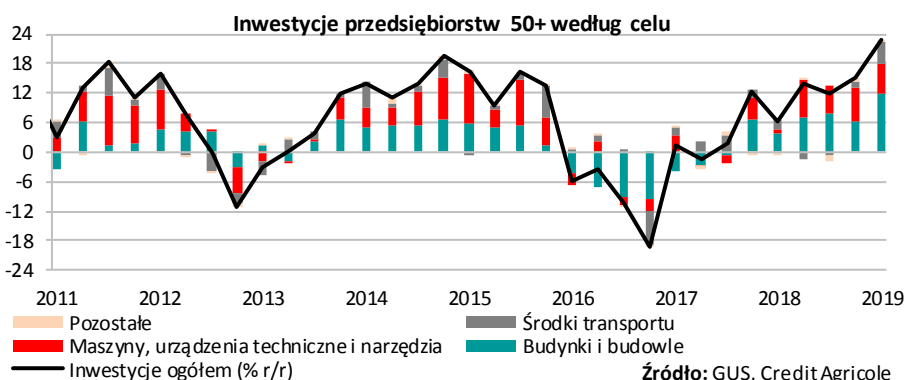


Źródło: PONT Info, Credit Agricole

danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 wypełnianych przez przedsiębiorstwa reprezentujące poszczególne działy gospodarki. Zgodnie z danymi PONT Info, do wyraźnego wzrostu dynamiki przedsiębiorstw 50+ w I kw. przyczyniło się przede wszystkim ożywienie inwestycji prywatnych przedsiębiorstw zagranicznych. Wzrosły one w I kw. o 25,4% r/r wobec 11,8% w IV kw. Odpowiadały one zatem za wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ o 6,9 pkt. proc. pomiędzy IV i I kw. Jednocześnie ich wkład do wzrostu nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw był najwyższy przynajmniej od 2008 r.

Ożywienie inwestycji krajowych firm prywatnych w I kw. było mniej spektakularne niż przedsiębiorstw zagranicznych. Zwiększyły się one o 12,9% r/r wobec 11,9% w IV kw. i oddziaływały w kierunku wzrostu inwestycji firm 50+ ogółem o 0,7 pkt. proc. Z kolei inwestycje firm z dominującym udziałem sektora publicznego w kapitale przedsiębiorstwa wzrosły o 33,4% r/r w I kw. w 19,4 % w IV kw., jednak ze względu na zmniejszenie wagi nakładów na środki trwałe w tym segmencie pomiędzy IV i I kw., ich wkład do wzrostu inwestycji ogółem zwiększył się tylko 0,7 pkt. proc. w I kw.

Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach bariera w postaci wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych będzie głównym czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększenia nakładów inwestycyjnych. Zgodnie danymi GUS, odsezonowane wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie utrzymywało się w kwietniu na relatywnie wysokim poziomie (81,7%). Czynnikiem ograniczającym wzrost inwestycji przedsiębiorstw są natomiast rosnące trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników. Na podstawie przytoczonych powyżej danych o inwestycjach można postawić hipotezę, że ograniczenia podażowe na rynku pracy stanowią istotną barierę rozwojową dla krajowych firm. Z kolei firmy zagraniczne, w których wydajność pracy jest wyższa niż w firmach krajowych i w związku z tym mogą one zaoferować wyższe stawki pracownikom niż krajowe przedsiębiorstwa, lepiej radzą sobie z tymi ograniczeniami.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Wsparcie dla naszej hipotezy stanowią dane o inwestycjach w podziale według celu. W I kw. za przyspieszenie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw 50+ odpowiadały bowiem głównie nakłady na „budynki i budowle” – wzrosły one o 37,5% r/r wobec 16,4% w IV kw. Celem takich przedsięwzięć jest zazwyczaj zwiększenie mocy produkcyjnych. Jednocześnie

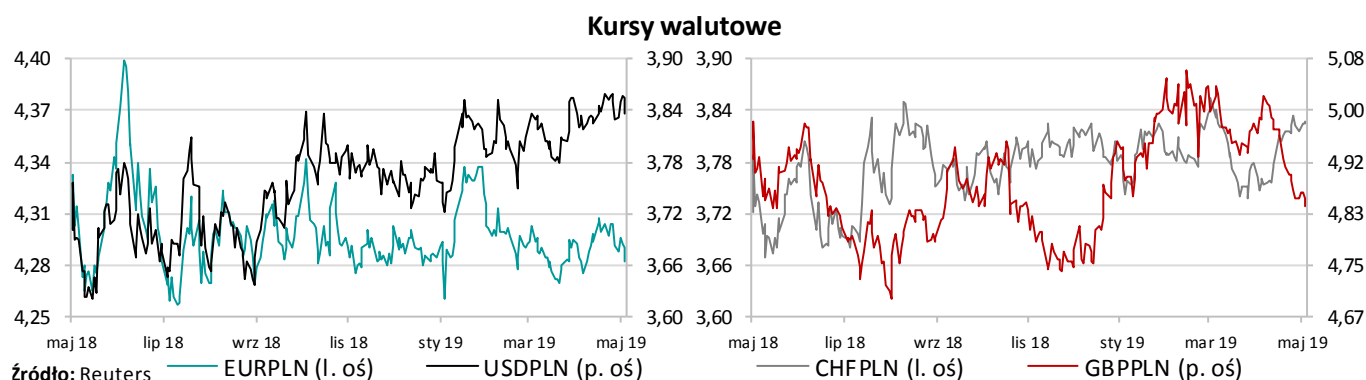
dynamika inwestycji w kategorii „maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia” utrzymuje się od czterech kwartałów na dwucyfrowym poziomie (12,2% r/r w I kw. wobec 13,3%). Szybki wzrost w inwestycji w

tym segmencie można najprawdopodobniej wiązać z realizacją projektów zmierzających do ograniczenia pracochłonności produkcji.

Wspomniane wyżej dane są spójne z wnioskami płynącymi z naszej analizy dotyczącej oczekiwanych tendencji w zakresie inwestycji w podziale na nowe i modernizacyjne (por. MAKROmapa z 8.04.2019). Zwracaliśmy wówczas uwagę, że w przypadku inwestycji nowych można zaobserwować krótkie cykle wzrostowe trwające ok. 1,5 roku (odległość pomiędzy szczytami). Wskazywaliśmy, że w ostatnich kwartałach znajdowaliśmy się w fazie spowolnienia i zakładając, że tendencje cykliczne obserwowane w ostatnich latach utrzymają się, to w najbliższych kwartałach (tj. począwszy od I kw. br. ) należałoby oczekiwać ponownego przyspieszenia wzrostu inwestycji w tym segmencie. Z kolei w przypadku nakładów mających na celu modernizację istniejących środków trwałych nie występuje wyraźnie zarysowany cykl inwestycyjny. W naszej analizie zwracaliśmy uwagę, że tendencja do wzrostu inwestycji mających na celu modernizację środków trwałych będzie najprawdopodobniej kontynuowana w najbliższych kwartałach.

Dane o inwestycjach firm 50+ sygnalizują, że mimo wyraźnego pogorszenia koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski, przedsiębiorstwa, w odpowiedzi na wciąż wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych i szybki wzrost popytu krajowego, decydują się na zwiększanie nakładów inwestycyjnych. Oznacza to, że dynamika inwestycji przedsiębiorstw oraz inwestycji ogółem w całym 2019 r. ukształtują się na poziomie wyraźnie wyższym niż oczekiwaliśmy. Nasz zrewidowany średnioterminowy scenariusz makroekonomiczny przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

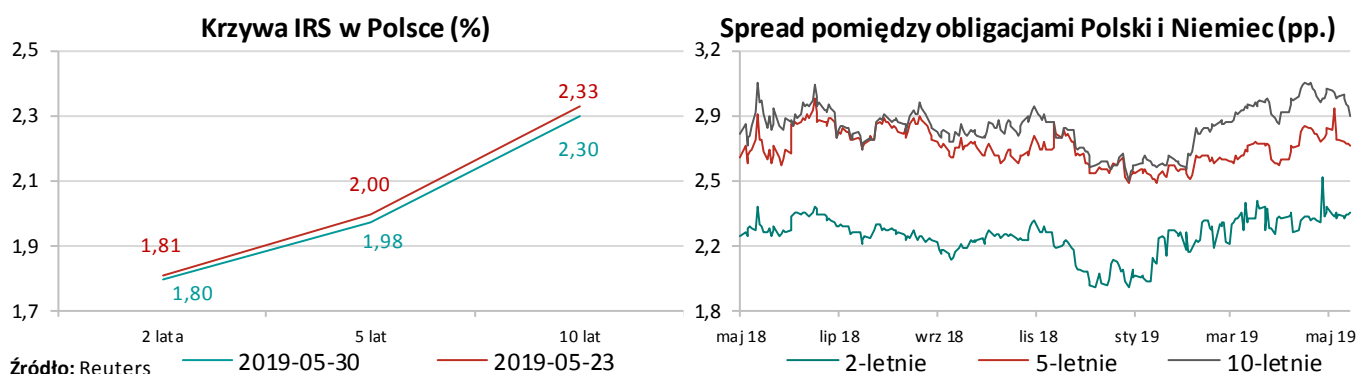
## Wstępne dane o inflacji w strefie euro mogą umocnić złotego



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2823 (umocnienie złotego o 0,2%).** Przez cały ubiegły tydzień kurs złotego oraz kursy innych walut regionu charakteryzowały się niską na tle ostatnich tygodni zmiennością czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. Odnotowany w piątek wzrost światowej awersji do ryzyka związany z zapowiedzią prezydenta USA D. Trumpa dotyczącą wprowadzenia ceł na import towarów z Meksyku nie miał istotnego wpływu na kurs EURPLN. Jednocześnie zapowiedź D. Trumpa zwiększyła obawy części inwestorów dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego w USA oraz nasiliła oczekiwania na obniżki stóp przez FED, co znalazło odzwierciedlenie w piątkowym osłabieniu dolara względem euro.

Opublikowany dzisiaj rano indeks PMI dla polskiego przetwórstwa jest w naszej ocenie neutralny dla złotego. W tym tygodniu kluczowa dla polskiej waluty będzie publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą być lekko pozytywne dla złotego. Uważamy, że krajowe dane o inflacji, a także dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa) nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego naszym zdaniem także posiedzenia EBC oraz RPP.

## Spadek stawek IRS w reakcji na eskalację wojny handlowej na linii USA-Meksyk



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,80 (spadek o 1pb), 5-letnie do 1,98 (spadek o 2pb), a 10-letnie do 2,30 (spadek o 3pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim. Był on związany z rosnącymi obawami inwestorów dotyczącymi ewentualnej eskalacji wojny handlowej na linii USA-UE skutkującej wprowadzeniem zawieszonych obecnie podwyższonych ceł na amerykański import samochodów z UE po tym jak w D. Trump zapowiedział wprowadzenie ceł na import towarów z Meksyku. Krajowe dane o PKB nie miały istotnego wpływu na stawki IRS.

Opublikowane dzisiaj rano wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie (PMI) są neutralne dla stawek IRS. Do ich spadku mogą przyczynić się natomiast wstępne dane o inflacji w strefie euro. Uważamy, że krajowe dane o inflacji, a także dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa) nie będą miały znaczącego wpływu na krzywą. Neutralne dla rynku będą najprawdopodobniej także zaplanowane na ten tydzień posiedzenia RPP oraz EBC.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	cze 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*	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,30
Kurs USDPLN*	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,84	3,87
Kurs CHFPLN*	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,77
Inflacja CPI (r/r, %)	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	8,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	6,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	
Saldo ROB (mln EUR)	236	192	-754	-1005	-876	-482	-29	-1248	1825	-342	533	799		
Eksport (r/r, %, EUR)	1,5	7,7	12,0	8,9	-1,5	13,2	7,6	2,3	5,0	10,0	7,9	10,9		
Import (r/r, %, EUR)	4,1	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	7,8	1,4	7,8		

\* 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)	4,7	4,5	4,3	4,2	4,0	3,9	3,7	3,6	5,1	4,3	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	3,9	5,5	4,4	4,3	4,4	3,5	3,7	3,6	4,5	4,7	3,8	
Inwestycje (% r/r)	12,6	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)	5,9	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)	5,0	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.)	2,4	3,3	2,6	2,2	2,8	2,1	2,2	1,8	2,6	2,8	2,2
	Inwestycje (pp.)	1,6	0,9	0,9	1,2	0,6	0,8	0,9	1,2	1,5	1,0	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,7	-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)	0,0	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,9	0,3	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	4,30	4,27	4,25	4,23	4,21	4,19	4,15	4,29	4,25	4,15	
USDPLN**	3,84	3,87	3,81	3,73	3,65	3,57	3,49	3,43	3,74	3,73	3,43	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 03.06.2019r.</b>						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	50,2	50,0	50,0
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Maj</b>	<b>49,0</b>	<b>49,0</b>	<b>49,0</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	44,3	44,3	44,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	47,7	47,7	47,7
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	50,6		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	52,8	52,5	53,0
<b>Wtorek 04.06.2019r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Maj</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Kwiecień	7,7		7,7
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Maj	1,7		1,3
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Kwiecień	1,9	-0,7	-1,0
<b>Środa 05.06.2019r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Maj	52,5	52,5	52,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Maj	51,6	51,6	51,6
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Maj	275		185
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Maj	55,5	55,0	55,5
<b>Czwartek 06.06.2019r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Kwiecień	0,6		0,1
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	I kw.	1,2	1,2	1,2
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	I kw.	0,4	0,4	0,4
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	I kw.	1,3		
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Czerwiec	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	215		
<b>Piątek 07.06.2019r.</b>						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	0,5		-0,3
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Kwiecień	20,0		
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Maj	3,6	3,5	3,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Maj	263	195	180

\* 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](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krzysztof JAWORSKI**  
Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**  
Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto: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](mailto: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.