

W tym tygodniu

- ✓ **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyła się do 0,7% m/m w maju z -0,2% w kwietniu z uwagi na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej oraz wyższe ceny paliw. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 0,1% m/m w maju wobec -0,5% w kwietniu, co wynikało z przyspieszenia w przetwórstwie i górnictwie. Prognozujemy, że inflacja ogółem zmniejszyła się w maju do 1,8% r/r wobec 2,0% w kwietniu, na co złożyły się stabilizacja inflacji bazowej (2,2% r/r) i spadek cen nośników energii. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się do 98,0 pkt. w czerwcu wobec 100,0 pkt. w maju. Naszym zdaniem publikacje danych z USA nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.
- ✓ **Zgodnie z opublikowanymi dziś danymi, saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w czerwcu do 41,7 mld USD wobec 13,8 mld USD w maju, co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (20,5 mld USD).** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w czerwcu do 1,1% r/r wobec -2,7% w maju, podczas gdy dynamika importu spadła do -8,5% r/r wobec 4,0%, co było odpowiednio powyżej i poniżej konsensusu rynkowego (-3,8% zarówno w przypadku dynamiki eksportu jak i importu). Niższa od oczekiwań dynamika chińskiego importu sygnalizuje utrzymujące się spowolnienie popytu wewnętrznego, mimo polityki jego stymulacji prowadzonej przez chiński rząd. Z kolei wyższa od konsensusu rynkowego dynamika eksportu nie wskazuje naszym zdaniem na pierwsze sygnały ożywienia w światowym handlu lecz jest efektem zwiększonych zamówień na chińskie towary ze strony amerykańskich przedsiębiorców, którzy chcą zdążyć przed dalszą eskalacją wojny handlowej pomiędzy tymi krajami. W piątek poznamy kolejną porcję danych z Chin. Oczekujemy, że wskażą one najprawdopodobniej na lekkie przyspieszenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w maju. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła 5,4% r/r, sprzedaż detaliczna wzrosła o 7,6% r/r wobec 7,2% w kwietniu, a inwestycje w aglomeracjach miejskich zwiększyły się o 6,3% r/r wobec 6,1% w kwietniu. Naszym zdaniem publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych. Dane są spójne z naszym scenariuszem zakładającym przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Chinach w II poł. 2019 r. W konsekwencji w całym 2019 r. prognozujemy, że dynamika chińskiego PKB wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.
- ✓ **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w kwietniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 799 mln EUR wobec 533 mln EUR w marcu, co będzie wynikało głównie ze zwiększenia salda transferów Polska-UE. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się w kwietniu do 10,9% r/r wobec 7,9% w marcu, a dynamika importu wzrosła do 7,8% r/r wobec 1,4%. ze względu na korzystne efekty kalendarzowe. Choć nasza prognoza salda na rachunku obrotów bieżących kształtuje się powyżej oczekiwań rynkowych (250 mln EUR) uważamy, że publikacja danych nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✓ **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o majowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy ryzyko, że inflacja ukształtuje się powyżej wstępnego szacunku (2,3% r/r) i wyniesie 2,4% r/r wobec 2,2% w kwietniu. Na zwiększenie inflacji w maju złożyły się wyższa dynamika cen żywności, niższe tempo wzrostu cen paliw oraz spadek inflacji bazowej (patrz niżej). Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.
- ✓ **Zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne na lata 2019-2020 (patrz poniżej).** Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2019 r. wyniesie 4,7% r/r (4,3% przed rewizją), a w 2020 r. będzie równe 3,8% (brak zmian w stosunku do poprzedniej prognozy). Uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2020 r. Głównymi argumentami na rzecz rewizji naszej prognozy są pogorszenie perspektyw światowego wzrostu

gospodarczego oraz gołębie nastawienie EBC (oczekiwane przez nas utrzymywanie ujemnych stóp przynajmniej do połowy 2021 r.). Ponadto, pomimo wzrostu inflacji ogółem, inflacja bazowa będzie utrzymywała się w horyzoncie prognozy wyraźnie poniżej celu NBP, a jej przejściowy wzrost będzie odzwierciedleniem przede wszystkim wstrząsów podażowych (podatek handlowy, uwolnienie cen energii), a w mniejszym stopniu nasilenia presji kosztowej.

W zeszłym tygodniu

- ✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** W komunikacie po posiedzeniu zmodyfikowany został zapis nt. perspektyw kształtowania się stóp procentowych w strefie euro (tzw. *forward guidance*). Obecnie EBC oczekuje, że „stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do poł. 2020 r., w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne do zapewnienia dalszego trwałego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”. Wcześniej EBC komunikował, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2019 r. Jednocześnie w komunikacie znalazły się szczegóły dotyczące wysokości oprocentowania pożyczek w ramach trzeciej rundy programu TLTRO (targeted longer-term refinancing operations, por. MAKROmapa z 11.03.2019). Zgodnie z komunikatem będzie to stopa depozytowa powiększona o 10pb, czyli obecnie -0,30%. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także czerwcowe projekcje makroekonomiczne EBC. Zgodnie z najnowszymi prognozami EBC tempo wzrostu PKB w strefie euro w 2019 r. wyniesie 1,2% (wobec 1,1% w marcowej projekcji) oraz 1,4% w 2020 r. i 2021 r. (odpowiednio 1,4% i 1,6%). Z kolei inflacja w 2019 r. wyniesie 1,3% (1,2%), w 2020 r. 1,4% (1,5%), a w 2021 r. 1,6% (1,6%). Tym samym w całym horyzoncie projekcji nie osiągnie ona celu inflacyjnego EBC (poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes M. Draghi wielokrotnie powtórzył, że w przypadku pojawienia się niekorzystnych, niespodziewanych okoliczności EBC jest gotowy działać i wykorzystać w tym celu dostępne narzędzia polityki pieniężnej. Mimo gołębiego wydźwięku konferencja miała ograniczony wpływ na rynek. Treść komunikatu po posiedzeniu EBC oraz wyniki czerwcowej projekcji stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp procentowych w strefie euro przynajmniej do połowy 2021 r.
- ✓ **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro zwiększyło się w I kw. br. do 0,4% wobec 0,2% w IV kw. 2018 r. (1,2% kw/kw w I kw. br. wobec 1,1% w IV kw. 2018 r.), co było zgodne ze wstępnym szacunkiem.** Zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego wynikało z wyższych wkładów zapasów (-0,25 pp. w I kw. wobec -0,40 pp. w IV kw.), konsumpcji prywatnej (0,29 pp. wobec 0,17 pp.) oraz eksportu netto (0,10 pp. wobec 0,03 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady wydatków rządowych (0,02 pp. wobec 0,12 pp.) oraz inwestycji (0,24 pp. wobec 0,30 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w I kw. była konsumpcja prywatna, podczas gdy w IV kw. były to inwestycje. Prognozujemy, że w II kw. tempo wzrostu PKB obniży się do 0,3% kw/kw, a w całym 2019 r. spadnie do 1,2% wobec 1,8% w 2018 r.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa obniżyła się w kwietniu o 1,9% m/m wobec wzrostu o 0,5% w marcu, co było znacząco poniżej oczekiwań rynku (-0,4%). Wyraźne obniżenie jej miesięcznej dynamiki wynikało ze spadku dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz energetyce, podczas gdy przeciwny efekt miał wzrost dynamiki produkcji w budownictwie. Wyraźnie słabsze od konsensusu rynkowego okazały się również dane nt. bilansu handlowego, zgodnie z którymi dynamika eksportu obniżyła się w kwietniu do -3,7% m/m wobec 1,6% w marcu, a dynamika importu do -1,3% wobec 0,7% przy oczekiwaniach równych odpowiednio -0,9% i -0,2%. W konsekwencji nadwyżka handlowa zmniejszyła się w kwietniu do 17,0 mld EUR wobec 19,9 mld EUR w marcu. Nieznacznie lepsze od oczekiwań okazały się natomiast dane nt. zamówień w

przetwórstwie, które zwiększyły się w kwietniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,8% w marcu, przy konsensusie rynkowym równym 0,1%. Obniżenie tempa wzrostu zamówień wynikało z niższej dynamiki zamówień eksportowych, podczas gdy przeciwny efekt miała wyższa dynamika zamówień krajowych. W przypadku zamówień zagranicznych głównym źródłem ich wzrostu był popyt z krajów spoza strefy euro. Obecnie ze względu na bardzo wysokie w naszej ocenie ryzyko dalszej eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny uważamy, że spowolnienie w światowym handlu przeciągnie się również na II poł. br. Stanowi to ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą niemiecki PKB zwiększy się w 2019 r. o 0,8% wobec wzrostu o 1,5% w 2018 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w maju o 75 tys. wobec wzrostu o 224 tys. w kwietniu (rewizja w dół z 263 tys.), co było znacząco poniżej konsensusu rynkowego (wzrost o 185 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+33,0 tys.), edukacji i służbie zdrowia (+27,0 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+26,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce w sektorze rządowym (-15,0 tys.), handlu detalicznym (-7,6 tys.) oraz dostarczaniu informacji (-5,0 tys.). Stopa bezrobocia w maju nie zmieniła się w porównaniu do kwietnia i wyniosła 3,6%, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku oraz wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,3%, por. MAKROmapa z 25.03.2019). Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego obniżyła się w maju do 3,1% wobec 3,2% w kwietniu, co wskazuje na utrzymującą się niską presję płacową w amerykańskiej gospodarce. Choć opublikowany kilka dni wcześniej raport ADP sugerował, że wzrost zatrudnienia w maju może okazać się wyraźnie niższy od oczekiwań, to publikacja danych doprowadziła do osłabienia dolara względem euro. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa obniżył się w maju do 52,1 pkt. wobec 52,8 pkt. w kwietniu, co wynikało z niższych wkładów jego składowych dla czasu dostaw, zapasów oraz bieżącej produkcji. Wzrost odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 56,9 pkt. w maju wobec 55,5 pkt. w kwietniu. Jego zwiększenie wynikało z wyższych wkładów składowych dla zatrudnienia, bieżącej aktywności oraz nowych zamówień. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki w połączeniu z rosnącym ryzykiem eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w II kw. do 2,0% wobec 3,1% w I kw., a w całym 2019 r. spadnie do 2,4% wobec 2,9% w 2018 r.

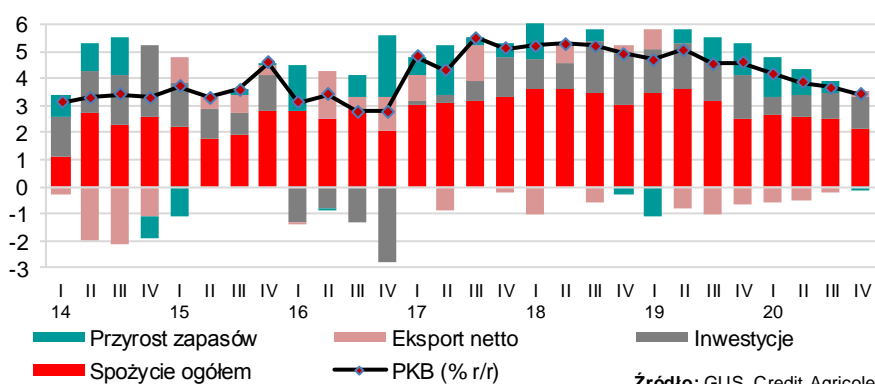
✓ **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa nie zmienił się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniósł 50,2 pkt., co było powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (50,0 pkt.).** Tym samym indeks już czwarty miesiąc z rzędu utrzymał się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Na stabilizację indeksu złożyły się wyższe wkłady jego składowych dla nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw oraz niższy wkład składowy 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 wprowadzeniem ceł zapowiedzianych 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 składowy 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.

- 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. Rada odnotowała również, że dynamika PKB w bieżącym roku może być nieco wyższa niż oczekiwano w marcowej projekcji. 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 prezes NBP A. Glapiński podtrzymał swoją ocenę, zgodnie z którą nie ma obecnie podstaw zarówno do podwyższania, jak i obniżania stóp procentowych i mogą one pozostać stabilne do końca kadencji Rady Polityki Pieniężnej (początek 2022 r.). Jednocześnie wyraził on pogląd, że mimo odnotowanego w ostatnich miesiącach spadku realnych stóp procentowych (stopy referencyjnej NBP, stawek rynku pieniężnego i oprocentowania niektórych depozytów bankowych) do ujemnego poziomu wzrost akcji kredytowej w segmencie kredytu dla przedsiębiorstw nie jest nadmierny, co wskazuje, iż realne stopy procentowe są na właściwym poziomie. Wypowiedzi A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego w dół scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2020 r. (patrz poniżej).
- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w maju do 2,3% r/r wobec 2,2% w kwietniu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (2,4%) równych naszej prognozie.** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Głównym źródłem wzrostu inflacji ogółem była wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (5,0% r/r w maju wobec 3,3% w kwietniu). Przeciwny wpływ miały niższe dynamiki cen paliw (4,1% r/r w maju wobec 8,6% w kwietniu), nośników energii (-0,9% r/r w maju wobec -0,8% w kwietniu) oraz spadek inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w maju do 1,6% r/r wobec 1,7% w kwietniu. W naszej ocenie do wyraźnego zwiększenia dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych w największym stopniu przyczynił się znaczący wzrost dynamiki cen wieprzowiny będący efektem silnego spadku światowej podaży tego gatunku mięsa ze względu na rozprzestrzeniające się ASF w Chinach. Temat ten zostanie szczegółowo omówiony w najbliższej AGROmapie. Wstępne dane o inflacji stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy, zgodnie z którą inflacja zwiększy się w II kw. do 2,4% r/r wobec 1,2% w I kw., a w całym 2019 r. wyniesie 2,2% r/r wobec 1,6% w 2018 r. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 14 czerwca.
- 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 uważamy, że stanowią one wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy dynamiki PKB w II kw. (4,7% r/r wobec 4,9% w IV kw.) i całym

2019 r. (4,7% wobec 5,1% w 2018 r. – patrz poniżej).

W ubiegłym tygodniu prezydent USA D. Trump podjął decyzję o bezterminowym zawieszeniu wprowadzenia ceł na import towarów z Meksyku. USA i Meksyk osiągnęły bowiem porozumienie w sprawie podjęcia działań mających na celu zatrzymanie fali nielegalnej emigracji z Meksyku do USA. Deeskalacja wojny handlowej na linii USA-Meksyk może zwiększyć nadzieje inwestorów na osiągnięcie porozumienia w rozmowach pomiędzy USA a Chinami oraz USA a UE. Decyzja D. Trumpa może zatem zmniejszyć obawy uczestników rynku o przedłużenie się dekoniunktury w światowym handlu, a w konsekwencji obniżyć oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Tym samym jest ona lekko negatywna dla złotego i cen polskiego długu.

Prognozy na lata 2019 – 2020



stosunku do poprzedniej prognozy).

Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 9). Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2019 r. wyniesie 4,7% r/r (4,3% przed rewizją), a w 2020 r. będzie równe 3,8% (brak zmian w

Główne tendencje dotyczące wzrostu gospodarczego w naszym scenariuszu nie uległy znaczącym zmianom w porównaniu do ostatniej prognozy. Uważamy, że II kw. 2019 r. będzie szczytem bieżącego cyklu wzrostu gospodarczego. W kolejnych kwartałach oczekujemy, że tempo wzrostu PKB nadal będzie osiągało relatywnie wysokie poziomy, jednak będzie się ono znajdować w łagodnym trendzie spadkowym. Rewizja w górę prognozowanego przez nas tempa wzrostu PKB w 2019 r. jest głównie podyktowana podniesieniem punktu startowego prognozy, tj. wyraźnie wyższą od naszych oczekiwań dynamiką PKB w I kw. br. (por. MAKROpuls z 31.05.2019). W strukturze danych za I kw. szczególnym zaskoczeniem była wyższa dynamika nakładów na środki trwałe. Dane o inwestycjach firm zatrudniających co najmniej 50 osób 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 (por. MAKROmapa z 3.06.2019). Ze względu na cykl polityczny (ustępująca inwestycyjna „górką” w jednostkach samorządu terytorialnego z 2018 r. związana z wyborami samorządowymi), jak również ograniczoną przestrzeń w budżecie centralnym do zwiększania inwestycji publicznych, oczekujemy stopniowego spowolnienia wzrostu publicznych nakładów brutto na środki trwałe. W rezultacie – po uwzględnieniu tych przeciwstawnych tendencji – prognozujemy, że tempo wzrostu inwestycji ogółem będzie równe 8,8% r/r średniorocznie w 2019 r. i 4,9% w 2020 r. wobec 8,7% w 2018 r.

Czynnikiem ograniczającym skalę rewizji dynamiki PKB w Polsce jest natomiast pogorszenie perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego głównie ze względu na eskalację wojen handlowych. W ostatnich tygodniach znacząco zmalało prawdopodobieństwo szybkiego osiągnięcia porozumienia na linii USA-Chiny. Dodatkowo pojawiły się informacje wskazujące, że USA może zintensyfikować działania

protekcjonistyczne w handlu zagranicznym również względem innych państw (Meksyk, Indie). Takie tendencje przyczynią się do silniejszego od naszych oczekiwań spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Szczególnie niekorzystne z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Niemczech, a tym samym również w Polsce byłoby ewentualne wprowadzenie ceł na importowane do USA samochody z UE (decyzja w tej sprawie zostanie podjęta za kilka miesięcy). Naszym scenariuszem bazowym jest przedłużający się (w perspektywie kilku kwartałów) konflikt na linii USA-Chiny. Z tego względu ożywienie w światowym handlu zmaterializuje się później niż zakładaliśmy w marcowej prognozie (II poł. br.). Negatywny wpływ tych tendencji na tempo wzrostu PKB w Polsce (poprzez zmiany wkładu eksportu netto) będzie jednocześnie potęgowany przez utrzymujące się wysokie tempo importu wspierane przez silny popyt krajowy. Należy jednak zwrócić uwagę, że pomimo spowolnienia w światowym handlu relatywnie szybki wzrost produkcji w polskim przetwórstwie powinien zostać utrzymany w kolejnych kwartałach. Głównymi przyczynami oczekiwanej odporności produkcji przemysłowej w Polsce na silne pogorszenie koniunktury globalnej będą: bufor w postaci zaległości produkcyjnych, wysoka konkurencyjność polskiego przemysłu oraz zwiększenie produkcji kierowanej na rynek krajowy.

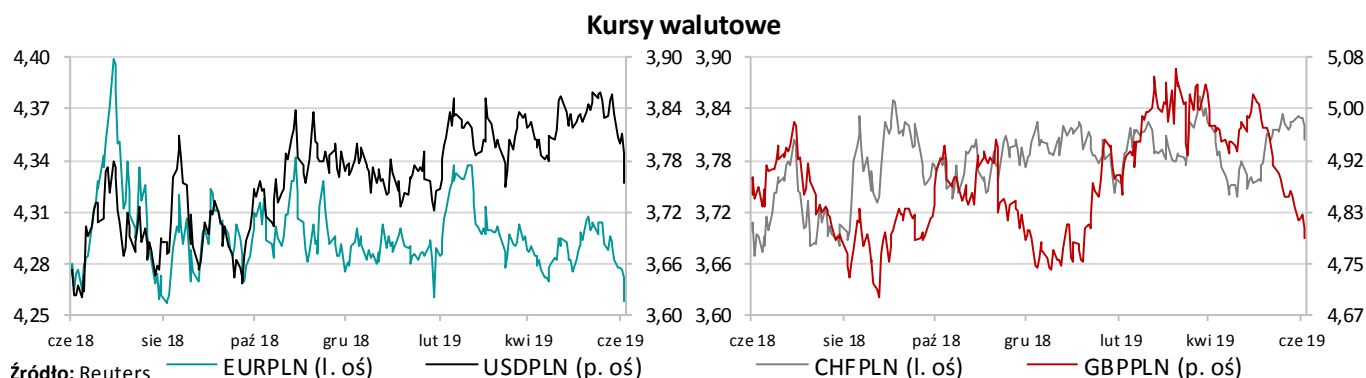
Czynnikiem stabilizującym tempo wzrostu gospodarczego będzie konsumpcja wspierana przez wypłaty transferów socjalnych (por. MAKROmapa z 11.03.2019). Uważamy, że z uwagi na profil czasowy pakietu fiskalnego dynamika spożycia prywatnego osiągnie lokalne maksimum na poziomie 5,0% r/r w II kw. br. i będzie głównym motorem wzrostu gospodarczego w całym horyzoncie prognozy. Oprócz pakietu fiskalnego, wsparciem dla spożycia prywatnego będzie dobra sytuacja na rynku pracy oraz rekordowy optymizm gospodarstw domowych.

Podnieśliśmy naszą prognozę inflacji w latach 2019-2020. Rewizja w górę wynika z uwzględnienia trzech czynników: wyższej dynamiki cen żywności, planowanego uwolnienia cen energii dla przedsiębiorstw oraz wprowadzenia podatku handlowego. Wyższa ścieżka cen żywności w znacznym stopniu wynika z silniejszego od naszych wcześniejszych oczekiwań wzrostu cen wieprzowiny będącego skutkiem wyraźnego spadku jej światowej podaży ze względu na rozprzestrzeniający się ASF w Chinach. Uważamy, że rosnące ceny wieprzowiny będą w kolejnych miesiącach oddziaływały w kierunku wzrostu cen pozostałych gatunków mięsa, w szczególności drobiu. Szczegółową analizę dotyczącą wpływu rozprzestrzeniania się ASF na świecie na rynki rolne przedstawimy w najbliższej AGROmapie. Dodatkowymi czynnikami stojącymi za rewizją ścieżki żywności w górę są prognozowana przez nas wyższa dynamika cen owoców związana z wiosennymi przymrozkami, a także oczekiwane przez nas wprowadzenie podatku handlowego. Zgodnie z dostępnymi informacjami zakładamy, że podatek handlowy i uwolnienie cen energii nastąpią w III kw. br. Szacujemy, że łączny wpływ tych dwóch czynników będzie oddziaływał w kierunku podniesienia ścieżki inflacji bazowej o 0,4 pkt. proc. przez cztery kwartały. Nasz szacunek jest obciążony niepewnością związaną ze skalą wypłat rekompensat dla przedsiębiorstw w ramach pomocy de minimis (por. MAKROmapa z 27.05.2019). Ceny ropy będą prawdopodobnie kształtowały się na niższym poziomie niż zakładaliśmy w marcowej prognozie. W połączeniu z efektami wysokiej bazy sprzed roku ceny paliw będą zatem ograniczały wzrost inflacji w kolejnych kwartałach. W naszym scenariuszu zakładamy, że ceny prądu dla gospodarstw zostaną uwolnione w 2020 r., co wyraźnie podbije dynamikę cen nośników energii w I kw. Zarysowane powyżej czynniki będą oddziaływały w kierunku stopniowego wzrostu inflacji ogółem do lokalnego maksimum na poziomie 3,0% r/r w I kw. W 2020 r. część wspomnianych wyżej efektów wygaśnie, co przyczyni się do spadku inflacji do średniorocznie 2,0% r/r wobec 2,2% w 2019 r.

Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2020 r. Głównymi argumentami na rzecz rewizji naszej prognozy są pogorszenie perspektyw światowego wzrostu gospodarczego oraz gołębie nastawienie EBC (utrzymywanie ujemnych stóp przynajmniej do połowy 2021 r.). Ponadto, pomimo wzrostu inflacji ogółem, inflacja bazowa będzie utrzymywała się w

horyzoncie prognozy wyraźnie poniżej celu NBP, a jej przejściowy wzrost będzie odzwierciedleniem przede wszystkim wstrząsów podażowych (podatek handlowy, uwolnienie cen energii), a w mniejszym stopniu nasilenia presji kosztowej. Nasz scenariusz wspierają również wypowiedzi Prezesa NBP na konferencji po czerwcowym posiedzeniu RPP. Ze względu na brak oczekiwanego przez nas zacieśnienia polityce pieniężnej w 2020 r., skala prognozowanej przez nas aprecjacji kursu złotego w horyzoncie kilku kwartałów uległa zmniejszeniu (por. tabela poniżej). Uważamy, że kurs EURPLN ukształtuje się na poziomie 4,28 na koniec br. i 4,23 na koniec 2020 r.

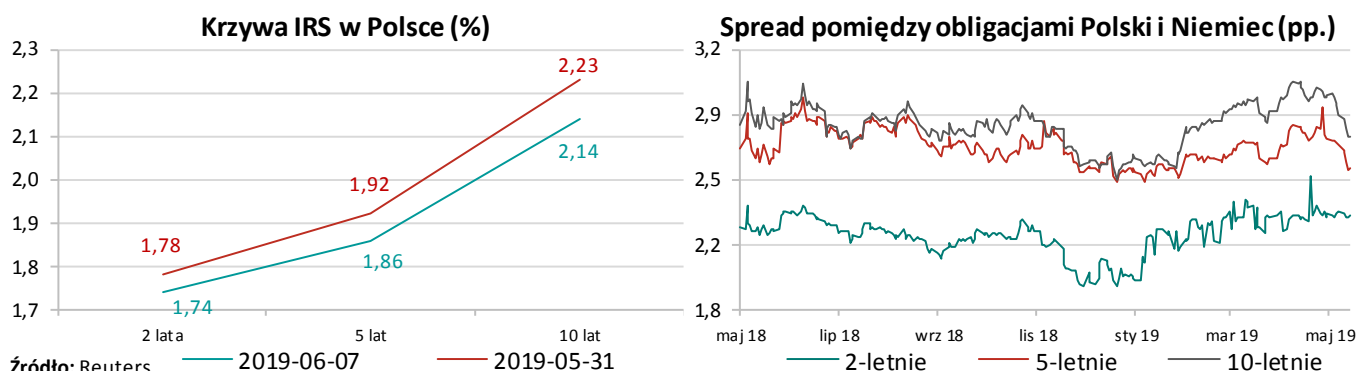
Deeskalacja wojny handlowej na linii USA-Meksyk negatywna dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2583 (umocnienie złotego o 0,5%). Od poniedziałku do piątku złoty, podobnie jak inne waluty regionu, lekko umacniał się względem euro. W znacznym stopniu było to efektem obniżenia globalnej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w spadku indeksu VIX. Większemu apetytowi na ryzykowne aktywa sprzyjały rosnące oczekiwania inwestorów na łagodzenie polityki pieniężnej przez FED i EBC ze względu na pogorszające się perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie, szczególnie w kontekście ryzyka dalszej eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny. Oczekiwania te były dodatkowo wspierane przez ubiegłotygodniowe gołębnie wypowiedzi J. Powella i M. Dragiego. W piątek doszło do wyraźnego umocnienia złotego względem euro w reakcji na publikację słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy. W ubiegłym tygodniu doszło także do aprecjacji złotego względem dolara amerykańskiego, na którą złożyły się spadek kursu EURPLN oraz wzrost kursu EURUSD. Do osłabienia dolara względem euro przyczyniły się w znacznym stopniu publikacje słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy (raport ADP oraz zatrudnienie poza rolnictwem).

W tym tygodniu lekkemu osłabieniu złotego może sprzyjać decyzja D. Trumpa o bezterminowym zawieszeniu wprowadzenia ceł na import towarów z Meksyku (patrz wyżej). Krajowe dane (finalny szacunek inflacji, bilans płatniczy), dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Nastroje globalne sprzyjają spadkowi stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,74 (spadek o 4pb), 5-letnie do 1,86 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 2,14 (spadek o 9pb). Przez cały ubiegły tydzień obserwowaliśmy spadek stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Było to w znacznym stopniu związane ze wzrostem oczekiwań inwestorów na łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne w obliczu pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie. Oczekiwania te były dodatkowo wspierane przez ubiegłotygodniowe gołębie wypowiedzi J. Powella i M. Draghiego. Posiedzenie EBC, jak również publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy nie miały znaczącego wpływu na krzywą.

Ubiegłotygodniowa decyzja D. Trumpa o bezterminowym zawieszeniu wprowadzenia ceł na towary importowane z Meksyku może sprzyjać wzrostowi stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą finalne dane o krajowej inflacji. W naszej ocenie nie będą miały one jednak istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą także dane o polskim bilansie płatniczym oraz dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan).

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	4,28
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	3,83	3,86
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	3,75
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	5,0	4,6	4,6	4,2	3,8	3,7	3,4	5,1	4,7	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	3,9	5,0	4,4	4,0	3,7	3,6	3,5	3,4	4,5	4,3	3,6	
Inwestycje (% r/r)	12,6	10,8	8,1	6,6	4,8	4,9	5,2	4,8	8,7	8,8	4,9	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,9	5,3	6,0	6,0	5,4	5,4	5,4	6,3	6,3	5,8	5,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	5,0	7,2	8,3	7,7	6,9	6,7	6,2	6,3	7,1	7,1	6,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	2,9	2,6	2,0	2,3	2,1	2,1	1,7	2,6	2,5	2,0
	Inwestycje (pp.)	1,6	1,7	1,5	1,6	0,6	0,8	1,0	1,2	1,5	1,7	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,7	-0,8	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	0,2	-0,2	-0,5	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	-0,7	-0,6	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,2	5,4	5,7	5,8	5,1	5,3	5,6	5,8	5,7	5,6	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,1	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,1	7,6	7,8	7,7	7,7	7,7	7,3	7,1	7,2	7,6	7,5	
Inflacja CPI (%)*	1,2	2,4	2,6	2,6	3,0	2,0	1,5	1,5	1,6	2,2	2,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	
EURPLN**	4,30	4,28	4,28	4,28	4,28	4,28	4,25	4,23	4,29	4,28	4,23	
USDPLN**	3,84	3,86	3,82	3,75	3,69	3,63	3,54	3,50	3,74	3,75	3,50	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 10.06.2019r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Maj	13,8	21,4	20,5
Wtorek 11.06.2019r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Czerwiec	5,3		2,9
Środa 12.06.2019r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	0,9	0,4	0,6
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	2,5	2,5	2,7
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Maj	0,3	0,1	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Maj	0,1	0,2	0,2
Czwartek 13.06.2019r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	-0,3		-0,4
12:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Kwiecień	533	799	250
Piątek 14.06.2019r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	7,2	7,6	8,2
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	5,4	5,4	5,5
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Maj	6,1	6,3	6,1
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	2,3	2,4	2,4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	-0,2	0,7	0,6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	-0,5	0,1	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Maj	77,9		78,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Kwiecień	0,0		0,5
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	100,0	98,0	98,0

* 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