





W tym tygodniu

-  **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma w tym tygodniu niezmienny docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych, tj. [2,25%; 2,50%]. Uważamy, że treść komunikatu i wydzwięk konferencji po posiedzeniu wskażą na wyraźną zmianę nastawienia FOMC z neutralnego na bardziej łagodne. Prawdopodobnie prezes FED, J. Powell powtórzy swój pogląd wyrażony dwa tygodnie temu, zgodnie z którym bank centralny jest gotowy do działania, żeby podtrzymać ożywienie gospodarcze. Takie wypowiedzi będą miały na celu zasygnalizowanie rynkom możliwości złagodzenia polityki pieniężnej w horyzoncie kilku miesięcy. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie najnowsza projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że prognozowane tempo wzrostu gospodarczego i ścieżka inflacji bazowej zostaną obniżone w porównaniu do marcowej projekcji. Z kolei ścieżka stopy bezrobocia zostanie najprawdopodobniej zrewidowana w górę. Uważamy, że ścieżka stóp procentowych w czerwcowej projekcji zostanie obniżona. Projekcja najprawdopodobniej wskaże, że zgodnie z oczekiwaniami członków FOMC docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych w latach 2019-2020 będzie stabilny na poziomie [2,25%; 2,50%]. Mediana w marcowej projekcji wskazywała natomiast, że stopy procentowe zostaną podniesione o 25 pb w 2020 r. Obecnie rynek kontraktów terminowych wycenia ponad dwie podwyżki stóp procentowych FED (łącznie 67pb) do końca br. Uważamy, że konferencja po posiedzeniu FOMC nie dostarczy nowych informacji zmieniających nasz zrewidowany scenariusz polityki pieniężnej w USA zakładający obniżki stóp procentowych o łącznej skali 100 pb w latach 2019-2020 (patrz poniżej). Uważamy, że rozbieżność pomiędzy oczekiwaniami rynkowymi dotyczącymi kształtowania się stóp procentowych w horyzoncie kilku kwartałów oraz ścieżki przedstawionej w projekcji FOMC będzie oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych podczas konferencji po posiedzeniu.
-  **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na piątek publikacja czerwcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w czerwcu do 52,0 pkt. wobec 51,8 pkt. w maju. Uważamy, na wzrost wskaźnika złożyła się poprawa koniunktury w Niemczech i jej stabilizacja we Francji. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne w kontekście oceny perspektyw obserwowanego obecnie spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty oraz wpływu działań protekcyjnych D. Trumpa na nastroje eksporterów. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że indeks zmniejszył się do -5,0 pkt. w czerwcu z -2,1 pkt. w maju ze względu na wzrost globalnej awersji do ryzyka. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się powyżej konsensusu, a tym samym ich materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i cen polskich obligacji.
-  **W tym tygodniu poznamy liczne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że kontynuację spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące liczby rozpoczętych budów (1223 tys. w maju wobec 1235 tys. w kwietniu), nowych pozwoleń na budowę (1282 tys. wobec 1290 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,32 mln wobec 5,19 mln). Na nieznaczne pogorszenie koniunktury w przetwórstwie wskaże indeks Philadelphia FED, który w naszej ocenie zmniejszył się w czerwcu do 11,5 pkt. wobec 16,6 pkt. w maju oraz wskaźnik NY Empire State (spadek do 13,0 pkt. w czerwcu wobec 17,8 pkt. w maju). Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
-  **W środę poznamy majowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w maju w

porównaniu do kwietnia i wyniosła 2,9% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się w maju do 6,8% r/r wobec 7,1% w kwietniu ze względu na przesunięcie wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych branżach. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu 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 piątek opublikowane zostaną dane o majowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, iż wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 7,2% r/r wobec 9,2% w kwietniu. W kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji oddziaływały efekty wysokiej bazy sprzed roku, pogorszenie koniunktury w strefie euro oraz efekt związany z przesunięciem terminu świąt Wielkiejnocy. Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu rynkowego (7,3%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Zrewidowaliśmy nasz scenariusz wzrostu gospodarczego i stóp procentowych w USA. Oczekujemy, że w 2020 r. dojdzie do technicznej recesji (kwartalne tempo wzrostu PKB w II kw. i III kw. ukształtuje się poniżej zera). Będzie ona skutkiem negatywnego wpływu wojny handlowej na aktywność gospodarczą w USA oraz ustąpienia pozytywnego efektu stymulacji popytu wewnętrznego związanego z obniżeniem podatków. W konsekwencji oczekujemy, że w tym roku FED dokona 2 wyprzedzających obniżek stóp procentowych po 25 pb (we wrześniu i w grudniu). Uważamy, że taka skala łagodzenia polityki monetarnej może okazać się niewystarczająca do pobudzenia wzrostu gospodarczego. Stąd zakładamy, że w I kw. i II kw. 2020 r. w warunkach wzrostu stopy bezrobocia przy utrzymującej się niskiej inflacji FED dokona jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych po 25 pb. Jednocześnie uważamy, że pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w USA skłoni D. Trumpa do powstrzymania się od wprowadzenia podwyższonych ceł na import samochodów z UE. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym wzrost kursu EURUSD do 1,14 na koniec 2019 r. i 1,21 na koniec 2020 r. Nasz zrewidowany scenariusz makroekonomiczny dla USA szczegółowo opiszemy w najbliższej MAKROmapie.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja CPI obniżyła się w maju do 0,1% m/m wobec 0,3% w kwietniu (1,8% r/r w maju wobec 2,0% w kwietniu), kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Do spadku inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe tempo wzrostu cen żywności. Inflacja bazowa w maju nie zmieniła się w porównaniu do kwietnia i wyniosła 0,1% m/m (2,0% r/r w maju wobec 2,1% w kwietniu), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,2%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. nominalnej sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w maju do 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,3% w kwietniu (rewizja w górę z -0,2%). Wyraźny wzrost sprzedaży detalicznej w maju w połączeniu z silną rewizją w górę danych za kwiecień doprowadziły do wzrostu rentowności amerykańskich obligacji i umocnienia dolara względem euro. Zwiększenie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej wynikało z wyższej dynamiki sprzedaży w większości kategorii. Bez uwzględnienia samochodów nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w maju nie zmieniła się w porównaniu do kwietnia i wyniosła 0,5% m/m. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. produkcji przemysłowej, której dynamika zwiększyła się w maju do 0,4% m/m wobec -0,4% w kwietniu, co było powyżej oczekiwań rynku (0,1%). Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji w dostarczaniu mediów oraz przetwórstwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w maju do 78,1% wobec 77,9% w kwietniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w czerwcu do 97,9 pkt. wobec 100,0 pkt. w maju, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (98,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowej dla oczekiwań,

Czy to już koniec unijnego dopalacza?

podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki są neutralne dla naszego zrewidowanego w dół scenariusza stóp procentowych w USA (2 obniżki po 25 pb we wrześniu i grudniu 2019 r. – patrz powyżej).

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB). SNB ogłosił, że jego polityka pieniężna, która do tej pory była prowadzona poprzez utrzymywanie docelowego przedziału wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, będzie zorientowana na utrzymywanie stopy SARON (Swiss Average Rate Overnight) na właściwym poziomie. Zamiarem SNB było znalezienie bardziej miarodajnej, przejrzystej i płynnej alternatywy dla stopy LIBOR w warunkach zbliżającej się jej likwidacji. Przejście na stopę SARON nie oznacza zmiany kierunku polityki monetarnej. Stopa SARON została ustalona przez SNB na poziomie -0,75%, co jest spójne z podawanym wcześniej środkiem przedziału dla LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%]. W komunikacie po posiedzeniu zaznaczono, że od marca br. doszło do nieznacznego umocnienia efektywnego kursu franka szwajcarskiego (czyli nominalnego kursu CHF ważonego strukturą handlu zagranicznego Szwajcarii). W ocenie SNB kurs franka szwajcarskiego pozostaje przewartościowany, a sytuacja na rynku walutowym jest nadal niestabilna. W efekcie konieczne jest utrzymanie ujemnych stóp procentowych oraz gotowości do interwencji walutowych w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Na konferencji po posiedzeniu zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Zgodnie z czerwcową projekcją inflacja wyniesie 0,6% w 2019 r. (wobec 0,3% w marcowej projekcji) i 0,7% w 2020 r. (wobec 0,6%) oraz 1,1% w 2021 r. (1,2%). W projekcji podtrzymana została prognoza wzrostu gospodarczego na 2019 r. (ok. 1,5%). Decyzja SNB oraz komunikat po posiedzeniu są spójne z naszym scenariuszem dla EURCHF i EURPLN, zgodnie z którym kurs CHFPLN wyniesie 3,66 na koniec 2019 r., a na koniec 2020 r. spadnie do 3,53. Umocnienie złotego względem franka szwajcarskiego będzie związane z oczekiwanym przez nas obniżeniem kursu EURPLN do 4,23 na koniec 2020 r. oraz spodziewanym wzrostem kursu EURCHF do 1,20 na koniec 2020 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z Chin. Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w maju do 5,0% r/r wobec 5,4% w kwietniu (przy oczekiwaniach równych 5,5%, najniższy poziom od 17 lat), dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich spadła do 5,6% wobec 6,1% (6,1%), podczas gdy dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się do 8,6% wobec 7,2% (8,1%). Dane wskazują, że stymulacja wzrostu gospodarczego prowadzona przez chiński rząd w warunkach wojny handlowej na linii USA-Chiny jak dotąd ma ograniczony wpływ na aktywność gospodarczą w Chinach. 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 warunkach napływających coraz słabszych danych z chińskiej gospodarki realizacja takiego scenariusza uzależniona będzie jednak od zwiększonej stymulacji wzrostu gospodarczego przez Chiny.

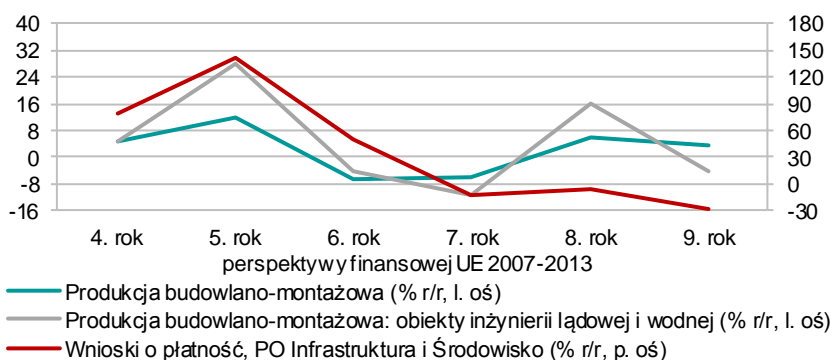
Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w maju do 2,4% wobec 2,2% w kwietniu. Do wzrostu inflacji ogółem przyczyniła się wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (por. MAKROpuls z 14.06.2019). Przeciwny efekt miał spadek dynamiki cen paliw oraz obniżenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła w maju 1,6% r/r wobec 1,7% w kwietniu. Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą, w kolejnych kwartałach obserwowany będzie dalszy stopniowy wzrost inflacji wspierany przez wyższą dynamikę cen żywności oraz zwiększenie inflacji bazowej (por. MAKROmapa z 10.06.2019). Uważamy, że w I kw. 2020 r. inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 3,0% r/r. W konsekwencji oczekujemy, że w całym 2019 r. dynamika cen wzrośnie do 2,2% r/r wobec 1,6% w 2018 r., a w 2020 r. obniży się nieznacznie do 2,0%. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym stabilizację stóp procentowych w Polsce przynajmniej do końca 2020 r.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w Polsce zwiększyła się w kwietniu do 718 mln EUR wobec 533 mln EUR w marcu. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald usług, dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 135 mln EUR, 243 mln

EUR i 117 mln EUR wyższe niż w marcu), podczas gdy przeciwny wpływ miało niższe saldo obrotów towarowych (o 310 mln EUR niższe niż marcu). Dynamika eksportu zwiększyła się w kwietniu do 10,3% r/r wobec 7,9% w marcu, a dynamika importu wzrosła do 8,7% r/r wobec 1,4%, co w znacznym stopniu wynikało z oddziaływania efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w II kw. do -0,6% wobec -0,4% w I kw.

Czy to już koniec unijnego dopalacza?

W MAKROmapie z 23.10.2017 przedstawiliśmy nasz długookresowy scenariusz dotyczący kształtowania się tendencji w budownictwie i inwestycjach infrastrukturalnych. Zwracaliśmy wówczas uwagę, iż jedną z głównych determinant dynamiki produkcji budowlano-montażowej, w szczególności tej w segmencie obiektów inżynierii lądowej i wodnej będzie tempo absorpcji środków unijnych. Środki te stanowią bowiem dużą część finansowania inwestycji infrastrukturalnych. Poniżej weryfikujemy trafność przedstawionych wówczas predykcji oraz prezentujemy nasze oczekiwania w tym zakresie na najbliższe kwartały.

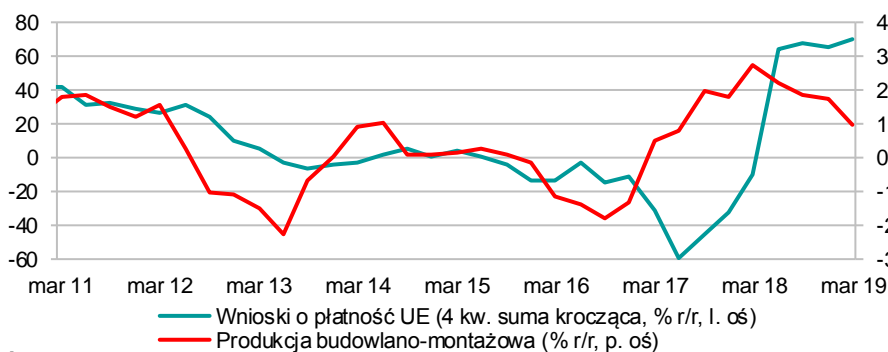


W analizie przeprowadzonej dwa lata temu zwróciliśmy uwagę, iż z poszczególnych programów operacyjnych w największym stopniu na projekty budowlane przeznaczone są środki w ramach programu Infrastruktura i Środowisko. Podczas poprzedniej unijnej perspektywy finansowej, w latach 2010-2015 dynamika wartości wniosków o płatność w tym programie operacyjnym wykazywała wysoką korelację z tempem wzrostu

Źródło: Portal Funduszy Europejskich, GUS, Credit Agricole

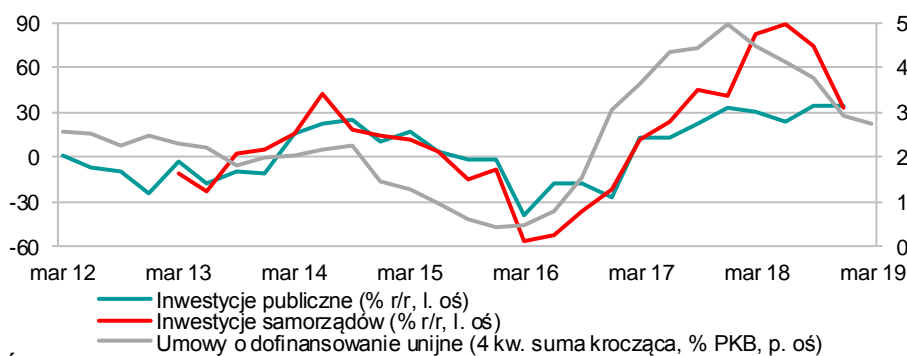
produkcji budowlano-montażowej, w tym w segmencie obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Na podstawie doświadczeń związanych z absorpcją środków w ramach perspektywy finansowej 2007-2013 (por. wykres) można zauważyć, że szczyt dynamiki wartości wniosków o płatność w ramach programu operacyjnego Infrastruktura i Środowisko, jak również dynamiki produkcji budowlano-montażowej przypadał na 2011 r., czyli piąty rok trwania perspektywy. Przedstawiliśmy wówczas prognozę, iż absorpcja środków w ramach obecnej perspektywy finansowej będzie miała podobny przebieg. Na tej podstawie wnioskowaliśmy, że tempo absorpcji środków unijnych będzie najprawdopodobniej najszybsze w 2018 r. Stanowiło to podstawę do sformułowania scenariusza, w którym dynamiki inwestycji publicznych oraz produkcji budowlano-montażowej zwiększą się w 2018 r. w porównaniu do 2017 r. Jednocześnie oczekiwaliśmy, że boom w inwestycjach infrastrukturalnych zakończy się na przełomie lat 2018-2019.

Czy to już koniec unijnego dopalacza?



Źródło: Portal Funduszy Europejskich, GUS, Credit Agricole

Patrząc ex-post, zarysowany przez nas scenariusz zmaterializował się zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Dynamika wartości wniosków o płatność w ramach dofinansowania unijnego wyraźnie zwiększyła się w II kw. 2018 r. i utrzymywała się na podwyższonym poziomie przez cały ubiegły rok. Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej osiągnęła maksimum lokalne w I poł. 2018 r. a następnie utrzymywała się w lekkim trendzie spadkowym. Szybki wzrost produkcji budowlano-montażowej w 2018 r. był spowodowany w znacznym stopniu inwestycyjną „górką” w jednostkach samorządu terytorialnego związanej z wyborami samorządowymi.



Źródło: Portal Funduszy Europejskich, GUS, Credit Agricole

Uważamy, że w latach 2019-2020 będziemy mieli do czynienia ze spowolnieniem tempa absorpcji środków unijnych, zmniejszeniem dynamiki produkcji budowlanej oraz spadkiem dynamiki inwestycji jednostek samorządu terytorialnego. Na taki rozwój wydarzeń wskazuje wartość umów o dofinansowanie unijne w relacji do PKB. Wskaźnik ten, wykazujący własności wyprzedzające w stosunku do tempa wzrostu inwestycji JST i publicznych nakładów na środki trwałe, utrzymywał się bowiem w trendzie spadkowym w ostatnich kwartałach (por. wykres). Taka tendencja byłaby również zgodna z profilem absorpcji środków unijnych w ramach poprzedniej perspektywy.

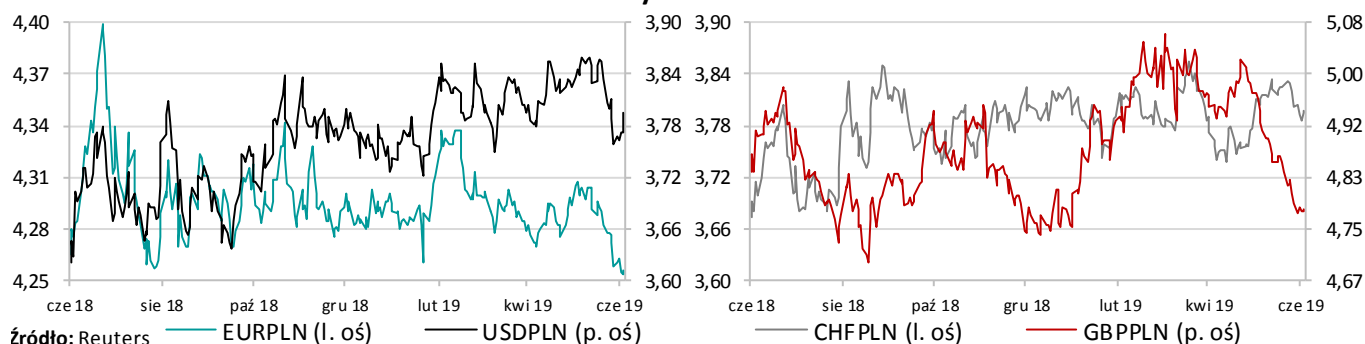
Uważamy, że napędzana przez zwiększoną absorpcję środków unijnych aktywność inwestycyjna sektora publicznego oddziaływała również w kierunku szybszego tempa wzrostu nakładów na środki trwałe w przedsiębiorstwach. W warunkach utrzymującego się wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, zwiększony popyt ze strony sektora publicznego przyczynia się do wzrostu nakładów inwestycyjnych firm w celu zwiększenia możliwości produkcyjnych. Zgodnie z wynikami naszej analizy (por. MAKROmapa z 13.02.2019), wspomniana zależność (tzw. efekt popytowy) w największym stopniu materializuje się w przypadku branż przemysłu powiązanych pośrednio lub bezpośrednio z obsługą projektów budowlanych. Przyspieszenie inwestycji firm obserwowane jest zazwyczaj z opóźnieniem kilku kwartałów w stosunku do zmian dynamiki publicznych nakładów na środki trwałe. Uważamy, że wyraźne przyspieszenie inwestycji krajowych firm prywatnych w I kw. (por. MAKROmapa z 03.06.2019) było częściowo spowodowane przez efekt popytowy. Przedstawione powyżej zależności oznaczają również, że oczekiwane przez nas w horyzoncie kilku kwartałów obniżenie aktywności inwestycyjnej w sektorze publicznym pociągnie za sobą również spowolnienie inwestycji przedsiębiorstw.

Zarysowane powyżej tendencje stanowią wsparcie dla naszego scenariusza kształtowania się inwestycji ogółem (por. MAKROmapa z 10.06.2019). Uważamy, 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, będą decydować się na zwiększanie nakładów inwestycyjnych. Jednocześnie 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.

wobec 8,7% w 2018 r. W 2020 r. wraz ze spowolnieniem inwestycji w obu segmentach, dynamika nakładów brutto na środki trwałe ogółem obniży się do 4,9% r/r.

Globalne nastroje sprzyjają umocnieniu złotego

Kursy walutowe



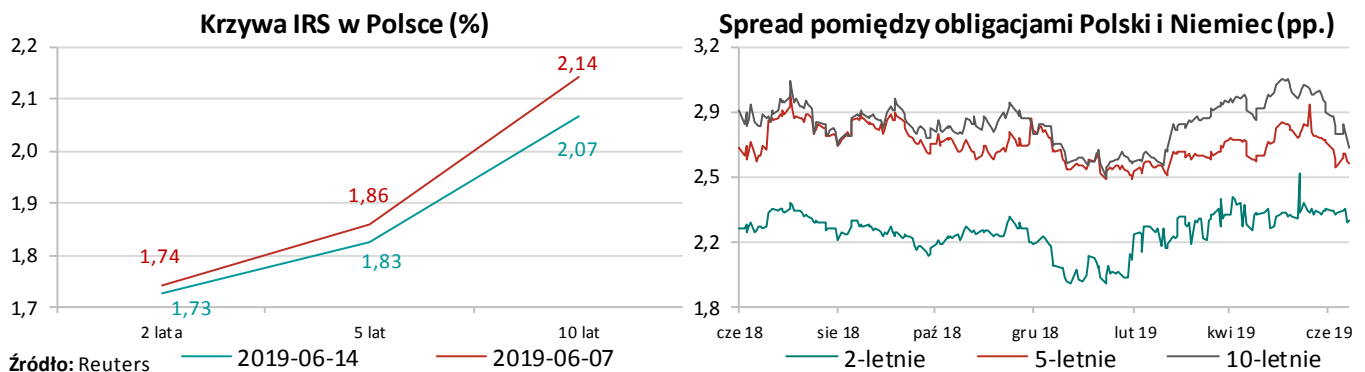
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2561 (umocnienie złotego o 0,1%). W poniedziałek i we wtorek obserwowaliśmy nieznaczne osłabienie złotego wspierane przez decyzję D. Trumpa o bezterminowym zawieszeniu wprowadzenia podwyższonych ceł na import towarów z Meksyku (por. MAKROMAPA z 10,06.2019). W środę kurs EURPLN powrócił jednak do obserwowanego od końca maja łagodnego trendu spadkowego. Umocnieniu złotego w ostatnich tygodniach sprzyja utrzymujący się wysoki apetyt na ryzykowne aktywa związany z oczekiwaniami inwestorów na łagodzenie polityki pieniężnej przez głównej banki centralne ze względu na pogorszające się perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie. Krajowe dane o bilansie płatniczym oraz inflacji, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie miały istotnego wpływu na kurs EURPLN. W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy również umocnienie dolara względem euro. W pierwszej części tygodnia było on częściowo związane ze wspomnianą wyżej deeskalacją wojny handlowej na linii USA-Meksyk. W piątek do spadku kursu EURUSD przyczyniła się publikacja danych o majowej sprzedaży detalicznej w USA połączona z silną rewizją w górę danych za kwiecień.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą wyniki badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek (PMI oraz ZEW dla Niemiec), które w naszej ocenie mogą przyczynić się do jego lekkiego osłabienia. Z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty możemy mieć do czynienia w czasie konferencji po posiedzeniu FOMC. Liczne dane z USA (rozpoczęte budowy domów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeksy Philadelphia FED oraz NY Empire State), a także krajowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcji przemysłowej nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.



Wstępne indeksy PMI dla strefy euro w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,73 (spadek o 1pb), 5-letnie do 1,83 (spadek o 3pb), a 10-letnie do 2,07 (spadek o 7pb). Na początku tygodnia doszło o nieznacznego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, co związane było z deeskalacją wojny handlowej na linii USA-Meksyk. W kolejnych dniach powróciły jednak obawy inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie i doszło do spadku stawek IRS. W czwartek Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję zamiany długu, na której odkupiło papiery zapadające w 2019 r. i w 2020 r. i sprzedało papiery o 2-, 5-, 6-, 9-, 10- i 28-letnich terminach zapadalności za 5,7 mld zł przy popycie równym 7,5 mld zł. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą. W piątek doszło do nieznacznego wzrostu stawek IRS po publikacji lepszych o oczekiwaniach danych o sprzedaży detalicznej w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą wyniki badań koniunktury w strefie euro (wstępne indeksy PMI oraz indeks ZEW dla Niemiec). W przypadku realizacji naszych wyższych od konsensusu prognoz dane mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS. Z podwyższoną zmiennością stawek IRS możemy mieć natomiast do czynienia podczas zaplanowanej na środę konferencji prasowej po posiedzeniu FED. Dane z USA (rozpoczęte budowy domów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeksy Philadelphia FED oraz NY Empire State), a także krajowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcji przemysłowej nie będą miały w naszej ocenie istotnego wpływu na krzywą.

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 | 4,26 |
| 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 | 3,84 |
| 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 | 3,74 |
| 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 | 1,6 | |
| 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 | 718 | | |
| Ekspert (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 | 10,3 | | |
| 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 | 8,7 | | |

* 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 | |
| Ekspert (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 |
| | Ekspert 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 | 4,26 | 4,28 | 4,28 | 4,28 | 4,28 | 4,25 | 4,23 | 4,29 | 4,28 | 4,23 | |
| USDPLN** | 3,84 | 3,84 | 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 17.06.2019r. | | | | | | |
| 11:00 | Strefa euro | Wynagrodzenia (% r/r) | I kw. | 2,3 | | |
| 14:00 | Polska | Inflacja bazowa (% r/r) | Maj | 1,7 | 1,6 | 1,7 |
| 14:30 | USA | Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.) | Czerwiec | 17,8 | 13,0 | 12,0 |
| Wtorek 18.06.2019r. | | | | | | |
| 11:00 | Niemcy | Indeks ZEW (pkt.) | Czerwiec | -2,1 | -5,0 | -6,0 |
| 11:00 | Strefa euro | Inflacja HICP (% r/r) | Maj | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| 14:30 | USA | Liczba rozpoczętych budów (tys.) | Maj | 1235 | 1223 | 1238 |
| 14:30 | USA | Nowe pozwolenia na budowę (tys.) | Maj | 1290 | 1282 | 1290 |
| Środa 19.06.2019r. | | | | | | |
| 10:00 | Strefa euro | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €) | Kwiecień | 24,7 | | |
| 10:00 | Polska | Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r) | Maj | 2,9 | 2,9 | 2,9 |
| 10:00 | Polska | Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r) | Maj | 7,1 | 6,8 | 7,2 |
| 20:00 | USA | Decyzja o stopach procentowych Fed (%) | Czerwiec | 2,50 | 2,50 | 2,50 |
| Czwartek 20.06.2019r. | | | | | | |
| 13:00 | Wlk. Brytania | Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%) | Czerwiec | 0,75 | 0,75 | 0,75 |
| 14:30 | USA | Indeks Filadelfia Fed (pkt.) | Czerwiec | 16,6 | 11,5 | 11,5 |
| 16:00 | Strefa euro | Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.) | Czerwiec | -6,5 | | -6,5 |
| Piątek 21.06.2019r. | | | | | | |
| 9:30 | Niemcy | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.) | Czerwiec | 44,3 | 45,7 | 44,6 |
| 10:00 | Polska | Produkcja przemysłowa (% r/r) | Maj | 9,2 | 7,2 | 7,3 |
| 10:00 | Polska | Inflacja PPI (% r/r) | Maj | 2,6 | 1,6 | 1,6 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny PMI w usługach (pkt.) | Czerwiec | 52,9 | 53,0 | 52,9 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.) | Czerwiec | 47,7 | 47,9 | 48,0 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny indeks Composite PMI | Czerwiec | 51,8 | 52,0 | 51,7 |
| 14:00 | Polska | Minutes z posiedzenia RPP | Czerwiec | | | |
| 15:45 | USA | Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Czerwiec | 50,5 | | 50,4 |
| 16:00 | USA | Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m) | Maj | 5,19 | 5,32 | 5,25 |

* 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.