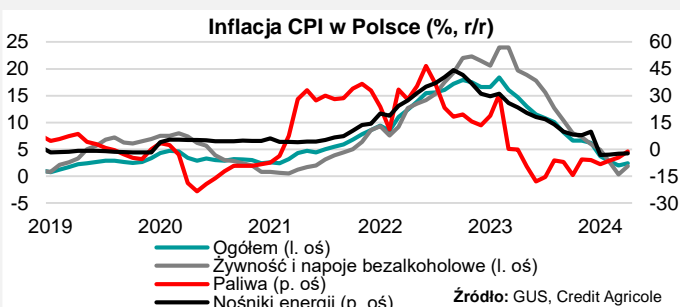
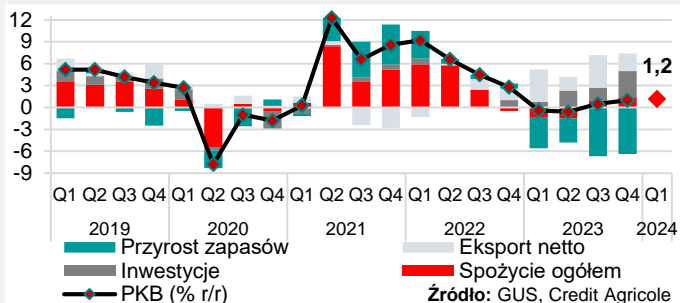


## W tym tygodniu

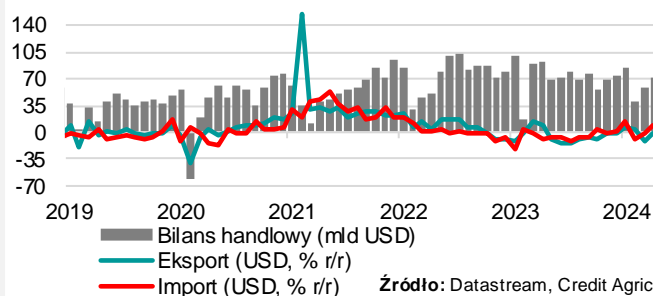
- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w I kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB zwiększyła się do 1,2% r/r z 1,0% w IV kw. ub. r. Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy pomiędzy IV i I kw. było ożywienie konsumpcji związane ze wzrostem realnych wynagrodzeń gospodarstw domowych. Nasza prognoza kształtuje się wyraźnie poniżej konsensusu (1,8%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Naszym zdaniem inflacja CPI zmniejszyła się tylko nieznacznie do 3,4% r/r w kwietniu z 3,5% w marcu (przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 3,6% r/r z 3,8%), co zasygnalizuje utrzymywanie się podwyższonej presji inflacyjnej w USA. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w kwietniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,7% w marcu. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w kwietniu do 0,2% m/m wobec 0,1% w marcu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury wskazującymi na stagnację aktywności w przetwórstwie. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1450 tys. w kwietniu wobec 1321 tys. w marcu) oraz pozwoleń na budowę (1485 tys. wobec 1467 tys.) wskażą na lekkie ożywienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że wpływ danych z USA na kurs złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- We wtorek opublikowane zostaną istotne dane z Chin.** Naszym zdaniem dane o produkcji przemysłowej (5,5% r/r w kwietniu wobec 4,5% w marcu), sprzedaży detalicznej (3,3% wobec 3,1%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (4,8% wobec 4,5%), podobnie jak ubiegłotygodniowe dane o bilansie handlowym (patrz poniżej) wskażą na stopniowo poprawiającą się sytuację gospodarczą w Chinach. Dane będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W środę opublikowane zostaną finalne dane o kwietniowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy ryzyko, że roczna dynamika cen zostanie zrewidowana w górę względem wstępnego szacunku (2,4%) i wyniesie 2,5% r/r wobec 2,0% w marcu. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało przede wszystkim przywrócenie standardowej stawki VAT na produkty żywnościowe. Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w marcu.** Oczekujemy zwiększenia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących do 1131 mln EUR wobec 465 mln EUR w lutym, będącego wynikiem przede wszystkim większego salda obrotów handlowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 0,4% r/r w lutym do -11,2% w marcu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 0,9% r/r do -12,3%. W kierunku spadku dynamik obu wskaźników oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



## W zeszłym tygodniu

**Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%).** Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Rada powtórzyła swoją ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, a dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej (por. MAKROpuls z 09.05.2024). W komunikacie podkreślona została także niepewność dotycząca krótkookresowych perspektyw inflacji oraz wysokie prawdopodobieństwo jej wyraźnego wzrostu w II poł. br. z uwagi na wygaszenie działań osłonowych w obszarze cen nośników energii. W ubiegłym tygodniu odbyła się również zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP. A. Glapiński stwierdził, że nie widzi gotowości w Radzie do obniżki stóp procentowych w tym roku. Jednocześnie zaznaczył, że ważnym punktem odniesienia dla RPP pozostaje inflacja bazowa. Przywołał prognozy wskazujące, że może ona ustabilizować się w II poł. br. na poziomie 4%, co jego zdaniem jest argumentem za utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Komunikat RPP, a także wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego są zgodne z naszym scenariuszem zakładającym stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie do II poł. 2025 r.

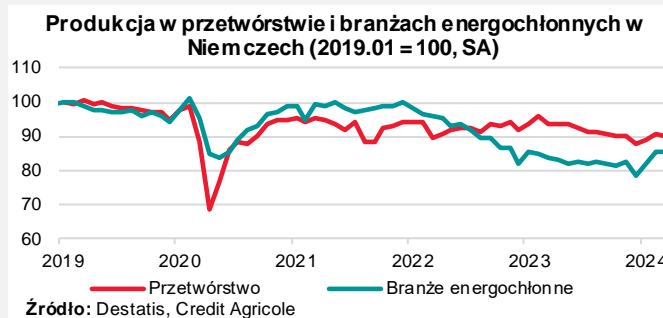
**Saldo bilansu handlowego w Chinach zwiększyło się w kwietniu do 72,4 mld USD wobec 58,6 mld USD w marcu przy oczekiwaniach rynku równych 77,5 mld USD.** Dynamika eksportu zwiększyła się do 8,4% r/r wobec -1,9%, a dynamika importu wzrosła do 1,5% wobec -7,5%, przy oczekiwaniach odpowiednio 4,8% i 1,5%.



Wyraźne zwiększenie dynamiki eksportu, choć sprzyjały mu efekty niskiej bazy sprzed roku, wskazuje naszym zdaniem na stopniowe ożywienie aktywności w światowym handlu. Z kolei niewielki wzrost importu odzwierciedla lekkie wzmocnienie popytu wewnętrznego w Chinach, sygnalizowane wcześniej przez wyniki badań koniunktury Caixin PMI w chińskim przetwórstwie (por. MAKROMAPA z 06.05.2024). W danych widać również postępującą reorientację przepływów w chińskim handlu zagranicznym. W strukturze chińskiego handlu spada znaczenie USA, UE oraz Japonii, podczas gdy rośnie udział krajów ASEAN oraz krajów Ameryki Południowej. W tym kontekście na uwagę zasługują plany administracji prezydenta J. Bidena zakładające zaostrenie polityki handlowej USA względem Chin, m.in. w obszarze samochodów elektrycznych, czy też stali i aluminium. W kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowego ożywienia w chińskim handlu zagranicznym z uwagi na prognozowane przez nas zwiększenie aktywności w światowym handlu. Jest to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym chiński PKB zwiększy się w 2024 r. o 4,7% wobec wzrostu o 5,2% w 2023 r. Do osiągnięcia takiego tempa wzrostu konieczne będzie jednak zwiększenie skali działań stymulacyjnych ze strony chińskiego rządu, w szczególności tych skierowanych na pobudzenie aktywności na rynku nieruchomości.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w marcu do -0,4% m/m wobec wzrostu 1,7% w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,6%). W kierunku obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływała jej niższa dynamika w przetwórstwie i w budownictwie, podczas gdy dynamika produkcji w energetyce zwiększyła się. W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się niska aktywność w branżach energochłonnych, gdzie produkcja nie zmieniła się w marcu w

porównaniu do lutego i kształtuje się na poziomie o ok. 13% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem wojny w Ukrainie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przetwórstwie, których miesięczna dynamika zwiększyła się w marcu do -0,4% m/m wobec -0,8% w lutym,



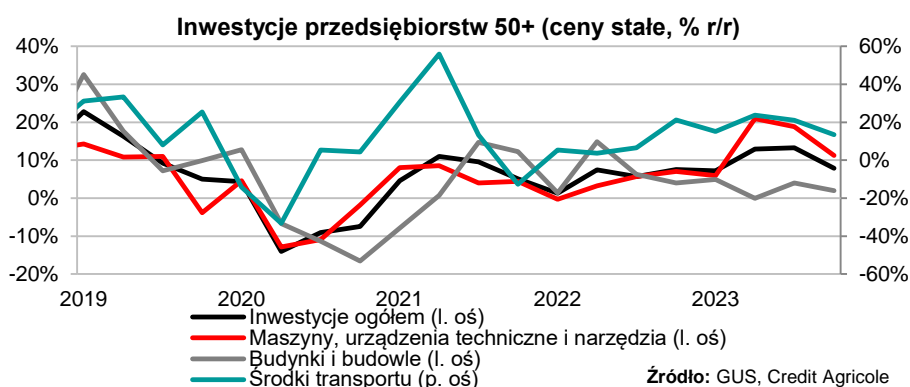
kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,4%). Zmniejszenie dynamiki zamówień zostało odnotowane w przypadku zamówień krajowych, podczas gdy dynamika zamówień eksportowych zwiększyła się. Wzrost zamówień eksportowych wynikał z wyższych zamówień z pozostałych krajów strefy euro, podczas gdy zamówienia z krajów spoza obszaru wspólnej waluty obniżyły się. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zwiększyło się w marcu do 22,3 mld EUR wobec 21,4 mld EUR w lutym, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (22,2 mld). Jednocześnie odnotowano wzrost dynamiki eksportu (0,9% m/m w marcu wobec -1,6% w lutym) oraz obniżenie tempa wzrostu importu (0,3% wobec 3,0%), które w obu przypadkach ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 0,4% i -1,0%). Odnotowany w marcu wzrost niemieckiego eksportu jest spójny z naszym scenariuszem zakładającym stopniowe ożywienie aktywności w światowym handlu w kolejnych miesiącach. Prognozujemy, że w całym 2024 r. PKB w Niemczech zwiększy się o 0,1% wobec spadku o 0,1% w 2023 r., a w 2025 r. wzrośnie o 1,1%.

**Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się w maju do 67,4 pkt. wobec 77,2 pkt. w kwietniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (76,1 pkt.).** Tym samym osiągnął on najniższą wartość od listopada 2023 r. Jego spadek wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Zgodnie z komunikatem źródłem pogorszenia nastrojów konsumenckich było nasilenie obaw o perspektywy rynku pracy, inflacji i stóp procentowych. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zwiększyła się w maju do 3,5% wobec 3,2% w kwietniu i osiągnęła tym samym najwyższą wartość od listopada 2023 r. Wskazuje to naszym zdaniem, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych pozostają na podwyższonym poziomie. Dane stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w lipcu i o 25pb w IV kw. br. Rynek wycenia obecnie obniżki stóp procentowych w USA w łącznej skali ok. 40pb do końca 2024 r.

**Agencja Standard & Poor's utrzymała długookresowy rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** W raporcie agencja odnotowała pozytywny fakt odblokowania dostępu do środków unijnych przez nowy rząd. Jednocześnie S&P zwrócił uwagę, że napięty kalendarz wyborczy, jak również spolaryzowane środowisko polityczne będą utrudniały przeprowadzenie reform w zakresie polityki gospodarczej, co w połączeniu z planowanymi znaczącymi wydatkami na obronę narodową będzie ograniczało spadek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Według S&P podniesienie oceny ratingowej Polski byłoby możliwe gdyby obserwowana była trwała poprawa sytuacji instytucjonalnej i w zakresie praworządności, która przyczyniłaby się do stałego napływu środków unijnych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a sytuacja w finansach publicznych okazałaby się lepsza od prognoz agencji. S&P oczekuje, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 5,1% PKB w 2024 r. i 4,3% PKB w 2025 r. Z drugiej strony rating mógłby zostać obniżony m.in. w sytuacji znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego, prawdopodobnie połączonego z pojawieniem się szoków zewnętrznych. Agencja ratingowa Fitch również utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W ocenie agencji, obecny rating z jednej strony odzwierciedla zdywersyfikowaną gospodarkę, dobrą sytuację w zakresie bilansu płatniczego oraz silne fundamenty polskiej gospodarki wspierane przez członkostwo w UE. Z drugiej strony

wskazniki opracowane przez Bank Światowy dotyczące praworządności, poziom deficytu publicznego oraz PKB per capita kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A. Agencja Fitch, podobnie jak S&P, odnotowała pozytywny fakt odblokowania dostępu do środków unijnych. Fitch potrzył ocenę dotyczącą czynników, których materializacja mogłaby się przyczynić do decyzji pozytywnej dla ratingu Polski w przyszłości. Zdaniem Fitch podwyżka ratingu mogłaby nastąpić w przypadku szybszego zmniejszania luki dochodowej pomiędzy Polską i krajami rozwiniętymi, trwałego spadku długu publicznego w relacji do PKB lub w przypadku dalszej poprawy sytuacji w zakresie praworządności. Negatywne dla oceny wiarygodności kredytowej Polski byłoby natomiast pogorszenie sytuacji w finansach publicznych lub perspektyw wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencje S&P i Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

## W oczekiwaniu na ożywienie inwestycji firm zagranicznych



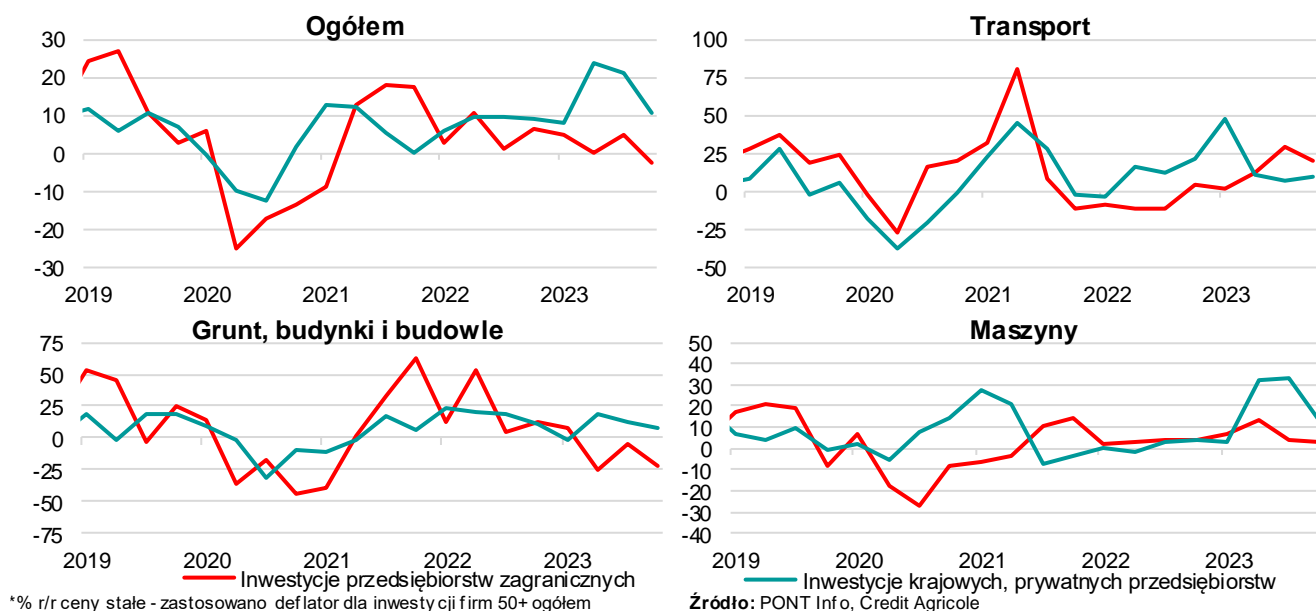
Zgodnie z danymi opublikowanymi przez GUS realna dynamika inwestycji przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zmniejszyła się w IV kw. 2023 r. do 7,9% r/r wobec 13,3% w III kw. Mimo iż spowolnienie inwestycji miało szeroki zakres, w większości segmentów (poza nakładami na budynki i budowle) dynamiki inwestycji kształtowały się nadal na

**dwucyfrowym poziomie. O ile dane nie sygnalizują jeszcze silnego wyhamowania inwestycji, to może to być to zwiastun przedłużającej się, obniżonej aktywności inwestycyjnej dużych przedsiębiorstw.**

Precyzyjna ocena tendencji w obszarze inwestycji firm wymaga jednak przanalizowania wzrostu nakładów na środki trwałe według formy własności przedsiębiorstw. W tym celu posłużyliśmy się danymi z bazy PONT Info. Informacje zawarte w bazie danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 wypełnianych przez przedsiębiorstwa reprezentujące poszczególne działy gospodarki. Dane w bazie PONT Info przedstawione są w ujęciu nominalnym (tj. w cenach bieżących), a nie realnym (tj. cenach stałych). Z uwagi na odnotowywany w ostatnich kilku kwartałach szybki wzrost cen nakładów inwestycyjnych takie ujęcie utrudnia wnioskowanie nt. tendencji w aktywności inwestycyjnej. Tym samym samodzielnie przekształciliśmy surowe dane nominalne na realne z użyciem deflatora dla inwestycji ogółem 50+. Takie podejście jest pewnym przybliżeniem, jednak lepiej oddaje rzeczywistą sytuację, niż wnioskowanie na podstawie danych nominalnych. W tych danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymująca się od II poł. 2022 r. rozbieżność pomiędzy tempem wzrostu inwestycji prywatnych firm krajowych oraz przedsiębiorstw zagranicznych (por. lewy, górny wykres na panelu poniżej). Różnica między dynamikami nakładów na środki trwałe firm w tych dwóch segmentach przekroczyła 10 pkt. proc. (na korzyść firm krajowych) począwszy od II kw. 2023 r. Co więcej, tempo wzrostu inwestycji zagranicznych firm wykazywało wyraźny trend spadkowy i w IV kw. ub. r. osiągnęło ujemne poziomy po raz pierwszy od czasów pandemii COVID-19 w 2020 r.

Wspomniane niekorzystne tendencje w zakresie kształtowania się inwestycji zagranicznych mocno kontrastują z raportami wskazującymi na atrakcyjność Polski jako lokalizacji dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Zgodnie z raportem Refinitiv opublikowanym w ub. r., Polska była najczęściej

wskazywanym przez europejskie przedsiębiorstwa krajem jako lokalizacja dla sourcingu, nearshoringu i reshoringu (w ankiecie zadawano pytanie o atrakcyjność danej lokalizacji w zakresie przeniesienia procesu produkcji bliżej docelowego rynku zbytu). Podobnie, zgodnie z badaniami firmy konsultingowej Kearney, Polska znajduje się obecnie na 7. miejscu wśród gospodarek wschodzących i 23. miejscu globalnie pod względem atrakcyjności dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych w horyzoncie najbliższych trzech lat.



Blizsze spojrzenie na inwestycje firm zagranicznych 50+ w podziale na typ inwestycji wskazuje, że główną przyczyną spadku nakładów było znaczące zmniejszenie się dynamiki w kategorii „grunt, budynki i budowle”. Inwestycje zagraniczne w tej kategorii silnie spadały w ostatnich kwartałach. Uważamy, że zmniejszona aktywność inwestycyjna firm zagranicznych może być związana z zakończeniem znaczącej liczby projektów w latach 2021-2022. Mieliśmy wówczas do czynienia z procesami geograficznej reorientacji procesu produkcji przez globalne przedsiębiorstwa europejskie, m.in. w celu zwiększenia bezpieczeństwa łańcuchów dostaw po wybuchu pandemii COVID-19. Reorientacja ta była korzystna dla polskich przedsiębiorstw, które zwiększyły sprzedaż do dotychczasowych klientów lub nowych odbiorców, np. poprzez częściowe przejmowanie roli dostawcy komponentów/materiałów od przedsiębiorstw zlokalizowanych dotychczas w innych krajach. Z takimi procesami powiązane były znaczące nakłady na zakup gruntów, tworzenie przestrzeni magazynowych i budowę fabryk. Taka tendencja rzeczywiście była widoczna w przypadku inwestycji firm zagranicznych 50+ w kategorii „grunt, budynki i budowle”. W okresie III kw. 2021 r. – IV kw. 2022 r. zwiększały się one przeciętnie w tempie kilkudziesięciu procent rocznie. Najwyraźniej poniesione dotychczas nakłady okazały się wystarczające do obsługi nowych strumieni zamówień. Ponadto, trwająca wojna w Ukrainie mogła przyczynić się do zmniejszenia skłonności firm do rozpoczynania nowych projektów inwestycyjnych ukierunkowanych na znaczące zwiększenie mocy wytwórczych w Polsce. Warto też zwrócić uwagę, że Polska nie była wyizolowanym przypadkiem na tle państw europejskich, w którym obserwowany był mniejszy napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych w ostatnim czasie. Zgodnie z danymi UNCTAD, która śledzi globalne przepływy inwestycji zagranicznych, liczba inwestycji bezpośrednich greenfield (inwestycja polegająca na tworzeniu nowego podmiotu od podstaw) spadła w Europie o 20% r/r 2023 r.

Jednocześnie w pozostałych dwóch segmentach inwestycji przedsiębiorstw zagranicznych tendencje nie wyglądają tak niekorzystnie. Dynamika nakładów na środki transportu kształtuje się od końca 2021 r. w trendzie wzrostowym i w II poł. 2023 r. była ona znacząco wyższa niż w przypadku krajowych firm prywatnych (por. wykres). Z kolei dynamika nakładów na maszyny i urządzenia techniczne kształtowała się w firmach zagranicznych niżej niż w przypadku prywatnych firm krajowych, jednak pozostawała ona

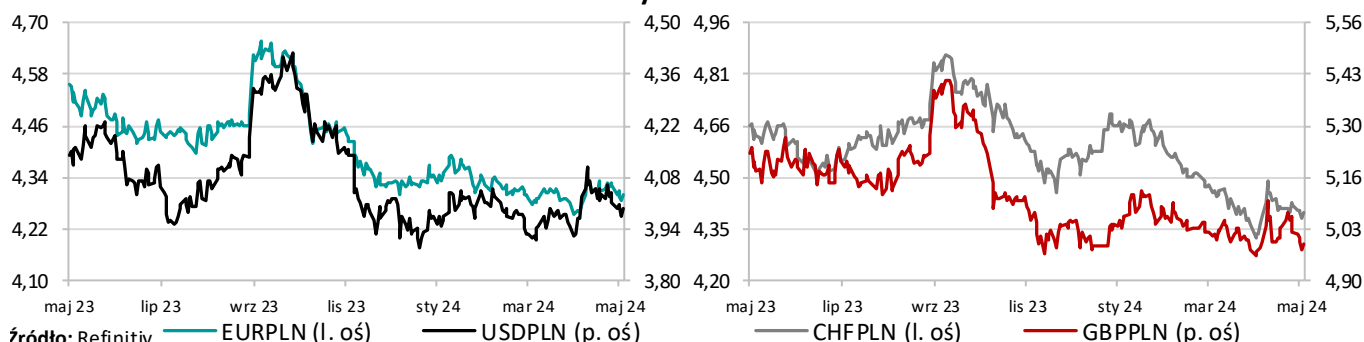
na stabilnym dodatnim poziomie. Należy jednocześnie pamiętać, że ważnym czynnikiem ograniczającym aktywność inwestycyjną zagranicznych przedsiębiorstw w ostatnich kwartałach była słaba koniunktura w otoczeniu zewnętrznym Polski. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego, spadek dynamiki PKB w strefie euro o 1,0 pkt. proc. oddziałuje w kierunku obniżenia tempa wzrostu inwestycji firm zagranicznych 50+ o ok. 1,3 pkt. proc. przy innych warunkach niezmiennych.

Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro zwiększy się z 0,5% r/r w 2023 r. do 0,7% w br. i 1,5% w 2025 r., co będzie czynnikiem dynamizującym wzrost nakładów brutto przedsiębiorstw zagranicznych. Nasza ocena jest spójna z wynikami badań koniunktury przedsiębiorstw NBP (tzw. „Szybki monitoring”). W kwietniowej edycji badania, wskaźnik aktywności inwestycyjnej OPTIN dla przedsiębiorstw zagranicznych osiągnął najwyższą wartość od końca 2021 r. OPTIN jest wskaźnikiem złożonym i w jego konstrukcji uwzględniany jest udział firm z pozytywnymi prognozami aktywności inwestycyjnej w obszarach nowo planowanych inwestycji, planów kontynuacji zadań inwestycyjnych już rozpoczętych i planowanej zmiany skali nakładów. Ponadto, w styczniowej edycji badania, zagraniczne firmy rzadziej niż prywatne krajowe firmy zgłaszały istnienie barier ograniczających realizację inwestycji w horyzoncie 2-3 letnim. Co więcej, najczęściej zgłaszaną barierą był „spadek popytu”. Dlatego uważamy, że oczekiwane przez nas ożywienie wzrostu gospodarczego w Polsce i u jej głównych partnerów handlowych w 2024 r. przyczyni się do pobudzenia inwestycji firm zagranicznych. W tym kontekście warto również przywołać dane Polskiej Agencji Inwestycji i Handlu (PAIH). Wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych w 2023 r., które są lub będą realizowane w Polsce przy wsparciu PAIH była rekordowo wysoka i wyniosła 7,4 mld EUR (prawie dwa razy więcej niż w 2022 r.). Te projekty inwestycyjne będą w dużej mierze realizowane w kolejnych kwartałach wspierając aktywność inwestycyjną firm z zagranicznym kapitałem.

Podsumowując, w najbliższym czasie oczekujemy odwrócenia tendencji spadkowych w zakresie kształtowania się inwestycji firm zagranicznych, co będzie wspierane przez efekty niskiej bazy w segmencie „grunt, budynki i budowle” oraz poprawę koniunktury w Polsce i za granicą. Tym samym będą one wsparciem dla ożywienia inwestycji przedsiębiorstw ogółem. Z uwagi na cykl absorpcji środków unijnych, oddziałujący w kierunku wyraźnego obniżenia inwestycji publicznych w br., prognozujemy, że dynamika nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce narodowej zmniejszy się do 1,2% r/r w 2024 r. z 13,1% w 2023 r.

## Krajowe dane o PKB mogą osłabić złotego

Kursy walutowe

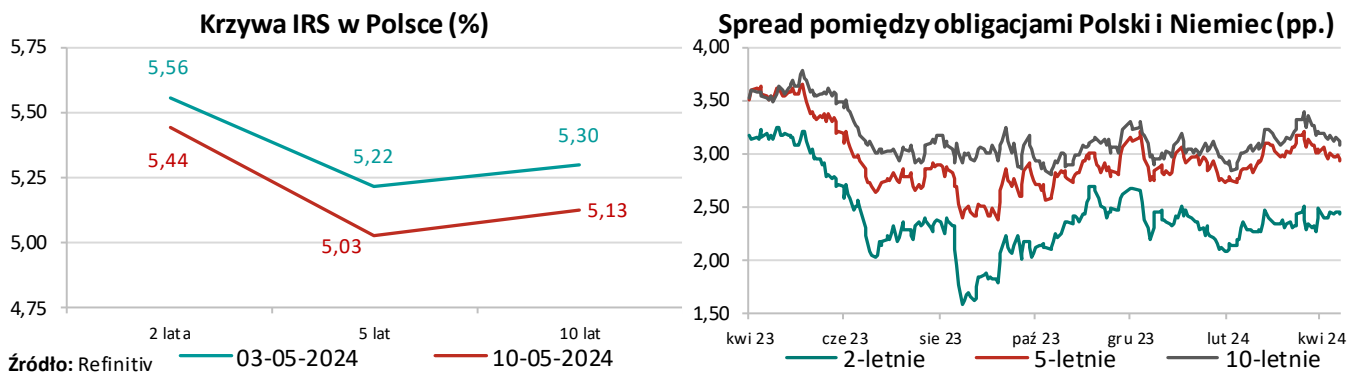


Źródło: Refinitiv

**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł 4,2984 (umocnienie złotego o 0,6%).** W zeszłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie spadkowym wspierany przez umocnienie euro względem dolara. Wzrostowi kursu EURUSD sprzyjał wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA, do czego przyczyniła się m.in. publikacja wyższych od oczekiwań tygodniowych danych o liczbie wniosków o zasiłki dla bezrobotnych w USA. Piątkowa konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego miała ograniczony wpływ na kurs złotego.

Opublikowane w piątek decyzje agencji Fitch i S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy są neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych danych o PKB w Polsce, która może przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

## Krajowe dane o PKB w centrum uwagi



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,44 (spadek o 12pb), 5-letnie do 5,03 (spadek o 19pb), a 10-letnie do 5,13 (spadek o 17pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Wynikało to z tego, że zwiększyły się oczekiwania części inwestorów na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Posiedzenie RPP, a także piątkowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego nie miały istotnego wpływu na krzywą.

Opublikowane w piątek decyzje agencji Fitch i S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy są neutralne dla krzywej. Uważamy, że w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na środę publikacja krajowych danych o PKB. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dany mogą przyczynić się do spadku stawek IRS. Uważamy, że pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,31
Kurs USDPLN*	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	4,03
Kurs CHFPLN*	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,40
Inflacja CPI (r/r, %)	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-6,5	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,9	5,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,6	-8,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	3,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-2248	-257	4087	55	587	1184	2151	1352	199	1742	465	1131		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,0	4,6	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-4,5	0,4	-11,2		
Import (r/r, %, EUR)	-8,8	-4,2	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-5,3	0,9	-12,3		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,2	2,7	3,5	3,5	5,0	4,7	4,2	4,5	0,2	2,8	4,6	
Konsumpcja (% r/r)	3,5	4,3	3,1	2,9	3,4	1,9	2,8	2,2	-1,0	3,4	2,7	
Inwestycje (% r/r)	0,5	2,1	1,6	0,7	8,4	9,2	10,2	10,3	13,1	1,2	9,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,8	0,6	4,9	7,8	7,9	5,7	4,3	7,1	3,4	4,0	6,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,4	2,3	8,8	9,2	8,9	7,3	5,4	7,3	-2,0	4,9	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,1	2,5	1,8	1,5	2,1	1,1	1,7	1,1	-0,5	1,9	1,5
	Inwestycje (pp.)	0,1	0,3	0,3	0,2	1,1	1,5	1,7	2,3	2,1	0,2	1,7
	Eksport netto (pp.)	2,0	-0,9	-1,7	-0,3	0,2	-0,5	-0,4	0,2	3,3	-0,2	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,4	2,1	1,7	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,6	1,6	1,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,8	4,9	5,2	4,8	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	0,1	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,5	13,0	12,3	12,5	10,7	7,9	7,6	7,0	12,8	12,1	8,3	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,7	3,9	3,9	4,5	3,8	3,0	3,3	11,6	3,3	3,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,63	5,51	5,38	5,88	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,29	4,28	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,00	4,02	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75	3,93	4,04	3,75	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Wtorek 14.05.2024 r.</b>						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Maj	42,9		46,3
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Marzec</b>	<b>465</b>	<b>1131</b>	<b>651</b>
<b>Środa 15.05.2024 r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępny PKB (% r/r)</b>	<b>I kw.</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	I kw.	0,1	0,4	0,4
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,0	0,3	0,3
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,8		-0,2
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Kwiecień	0,4	0,4	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Kwiecień	0,4	0,3	0,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Kwiecień	0,7	0,3	0,4
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	-14,3		-10,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Marzec	0,4		0,1
<b>Czwartek 16.05.2024 r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Kwiecień	1467	1485	1490
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Kwiecień	1321	1450	1428
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Maj	15,5		5,0
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Kwiecień	78,4		78,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	0,4	0,2	0,2
<b>Piątek 17.05.2024 r.</b>						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Kwiecień	3,1	3,3	3,9
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Kwiecień	4,5	4,8	4,6
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	4,5	5,5	5,3
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	2,4	2,4	2,4

\* 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 Refinitiv