

Dalsze pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie

W tym tygodniu

- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Oczekujemy, że EBC utrzyma status quo w polityce monetarnej, pozostawiając główną stopę procentową na poziomie 0,25%. Wsparciem dla takiego scenariusza jest wzrost inflacji w strefie euro z 0,5% r/r w marcu do 0,7% w kwietniu. Pomimo braku reakcji EBC w tym tygodniu, prawdopodobieństwo dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro wciąż pozostaje wysokie – oczekujemy, że w czerwcu główna stopa procentowa zostanie obniżona o 10bp. Choć rynek nie oczekuje zmian w polityce monetarnej EBC, w czwartek możemy mieć do czynienia z jego podwyższoną zmiennością.
- **W czwartek opublikowane zostaną kwietniowe dane o bilansie handlowym Chin.** Oczekujemy nieznacznej poprawy salda bilansu (10,0 mld USD wobec 7,7 mld w marcu). Uważamy, że trzeci miesiąc z rzędu odnotowany zostanie spadek eksportu w ujęciu rocznym (-3,8% wobec -6,6% w marcu), co będzie spójne z oczekiwanym przez nas scenariuszem spowolnienia wzrostu gospodarczego w Państwie Środka. Ze względu na posiedzenie EBC mające miejsce tego samego dnia, reakcja kursu złotego i polskiego długu na dane z Chin będzie naszym zdaniem ograniczona.
- **W czwartek poznamy dane o marcowej produkcji przemysłowej w Niemczech, która naszym zdaniem wzrosła o 0,3% m/m wobec 0,4% w lutym.** Pomimo lekkiego spowolnienia tempa wzrostu produkcji w marcu oczekujemy, że w kolejnych miesiącach jej dynamika ponownie ulegnie zwiększeniu. Taka tendencja będzie wsparciem dla oczekiwanego przez nas przyśpieszenia wzrostu gospodarczego w Niemczech w II kw. (0,5% kw/kw wobec 0,4% w I kw.).
- **Oczekujemy, że na śródownym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieni stóp procentowych i podtrzyma zapowiedź utrzymania ich na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca III kw. br. (*forward guidance*).** Decyzja Rady zgodna z oczekiwaniami rynku będzie neutralna dla cen polskich obligacji oraz kursu złotego. Uważamy, że pierwsza podwyżka stopy referencyjnej NBP (o 25pb) nastąpi w marcu 2015 r.

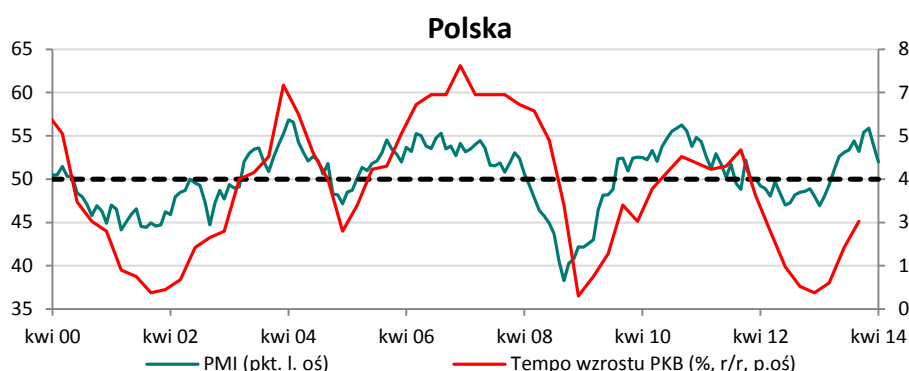
W zeszłym tygodniu

- **Inflacja w strefie euro wzrosła w kwietniu do 0,7% r/r wobec 0,5% w marcu.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływał efekt statystyczny związany z późniejszą datą Świąt Wielkanocnych w br., podwyższający m.in. ceny niektórych usług. W wyniku tego inflacja bazowa wzrosła z 0,7% r/r do 1,0% w kwietniu. Naszym zdaniem wzrost inflacji bazowej miał jednak przejściowy charakter (oczekujemy, że obniży się ona do 0,9% w okresie maj-czerwiec). Dlatego uważamy, iż prawdopodobieństwo dalszego łagodzenia polityki monetarnej przez EBC pozostaje wysokie.
- **W ubiegłym tygodniu członkowie FED podjęli decyzję o dalszym ograniczeniu skali programu QE3 o 10 mld USD (z 55 mld USD do 45 mld USD).** Powtórzono zostało także ustanowione w marcu *forward guidance*. Horyzont utrzymywania stóp procentowych na określonym poziomie został uzależniony od jakościowej oceny wskaźników opisujących sytuację na rynku pracy, presję inflacyjną i oczekiwania inflacyjne, a także sytuację na rynkach finansowych (por. MAKROMAPA z 24.03.2014). Oczekujemy, że FED będzie dalej stopniowo ograniczał program QE3 na kolejnych posiedzeniach aż do całkowitego jego zakończenia jesienią br. Pierwszej podwyżki stóp procentowych w USA oczekujemy nie wcześniej niż w II poł. 2015 r.
- **Zgodnie z pierwszym szacunkiem, zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego w USA spowolniło z 2,6% w IV kw. ub. r. do 0,1% w I kw., co było znacząco poniżej oczekiwań**

rynkowych (1,2%). Na zmniejszenie tempa wzrostu PKB złożyły się spadki dynamik wszystkich jego składowych oraz ujemny wkład zapasów. Największą ujemną kontrybucję do dynamiki PKB miały inwestycje (-1,01 pp.) oraz eksport netto (-0,83 pp.). Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływał dodatni wkład konsumpcji (+2,04 pp.). W naszej ocenie, spowolnienie wzrostu gospodarczego w I kw. miało jednak charakter przejściowy i było związane głównie z oddziaływaniem niekorzystnych warunków meteorologicznych. Oczekujemy, że w II kw. dynamika PKB ukształtuje się na poziomie zbliżonym do 3,5%.

- ▬ **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w kwietniu o 288 tys. wobec 203 tys. w marcu (rewizja w górę z 192 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+75 tys.) w oświacie i służbie zdrowia (+40 tys.) oraz handlu detalicznym (+34,5 tys.). Z kolei jedyną branżą, w której zredukowano zatrudnienie były usługi informacyjne (-3,0 tys.). Stopa bezrobocia spadła w kwietniu do 6,3% wobec 6,7% w marcu. Jej zmniejszenie wynikało ze spadku liczby osób aktywnych zawodowo przy jednoczesnym wzroście zatrudnienia. Dane potwierdzają ustąpienie negatywnego wpływu niekorzystnych warunków meteorologicznych na amerykańską gospodarkę w tym szczególności na rynek pracy. Znacząco wyższy od oczekiwań wzrost zatrudnienia stanowi silny argument dla członków FOMC za dalszym ograniczaniem programu QE3.
- ▬ **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł w kwietniu do 52,0 pkt. wobec 54,0 pkt. w marcu (patrz poniżej).**

Dalsze pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie



Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł w kwietniu do 52,0 pkt. (najniżej od lipca 2013 r.) wobec 54,0 pkt. w lutym, co było znacząco poniżej naszej prognozy równej oczekiwaniom rynkowym (54,2 pkt.). Zmniejszenie wartości wskaźnika PMI nastąpiło przy spadku czterech z pięciu jego składowych (dotyczących bieżącej

produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia i zapasów materiałów). Szczególnie negatywnym sygnałem płynącym z badania był spadek subindeksów dotyczących nowych zamówień i bieżącej produkcji do najniższych od 10 miesięcy poziomów. Oznacza to zmniejszenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej w kwietniu, co stanowi wsparcie dla naszej prognozy spadku dynamiki produkcji przemysłowej, zgodnie z którą wyniesie ona 5,0% r/r wobec 5,4% w marcu.

Spadek subindeksu dotyczącego nowych zamówień nastąpił przede wszystkim w wyniku zmniejszenia wartości składowej dotyczącej nowych zamówień eksportowych. Ukształtowała się ona na poziomie 50,5 pkt., a więc nieznacznie powyżej poziomu oddzielającego wzrost od spadku aktywności. W konsekwencji, odnotowany w kwietniu wzrost tych zamówień był najwolniejszy od czerwca 2013 r. Spadek tempa wzrostu zamówień był uzasadniany przez przedsiębiorstwa kryzysem politycznym na Ukrainie i niższym popytem z innych państw Europy.

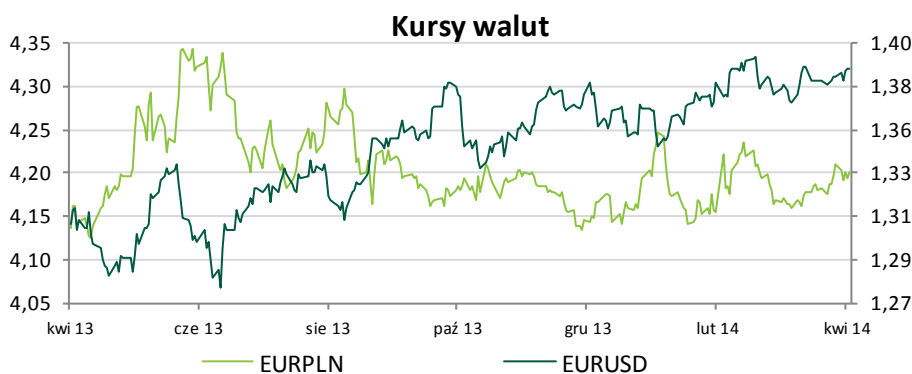
Uważamy jednak, że wolniejszy wzrost zamówień eksportowych jest zjawiskiem przejściowym. Wsparciem dla takiego scenariusza jest obserwowane w kwietniowych badaniach koniunktury przyśpieszenie wzrostu gospodarczego w strefie euro (w tym w Niemczech) oraz oczekiwana przez nas stopniowa normalizacja sytuacji na Ukrainie. Tendencję ożywienia gospodarczego w polskim przemyśle sygnalizują również badania

koniunktury GUS (wzrost bieżącego portfela zamówień oraz pozytywne oceny produkcji). Ponadto polskie firmy raportowały w kwietniowym badaniu PMI duży popyt krajowy na swoje produkty, co powinno wspierać ożywienie w przemyśle w kolejnych miesiącach (por. MAKROpuls z 17.04.2014).

Umiarkowanie pozytywnym sygnałem płynącym z badań PMI jest odnotowany w kwietniu tylko nieznaczny spadek składowej dotyczącej zatrudnienia do poziomu lekko poniżej 55 pkt. Kontynuacja 9-miesięcznego wzrostowego trendu zatrudnienia w przetwórstwie wskazuje na postępującą poprawę sytuacji na polskim rynku pracy. Jednym z najlepszych barometrów koniunktury jest popyt na pracę, w związku z tym oczekujemy, że istnieje niskie prawdopodobieństwo odwrócenia tendencji wzrostowej w przemyśle. Dane te stanowią również wsparcie dla naszej prognozy wzrostu dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w z 0,5% do 0,8% w kwietniu.

Spadek indeksu PMI w kwietniu do 52,0 pkt. wobec 55,1 pkt. w I kw. wskazuje na spowolnienie kwartalnego tempa wzrostu gospodarczego. Uważamy jednak, że w kolejnych miesiącach wskaźnik PMI ponownie wzrośnie, a tym samym ubiegłotygodniowe dane o PMI nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą w II kw. 2014 r. dynamika PKB w Polsce wzrosła do 3,3% r/r wobec 3,1% w I kw.

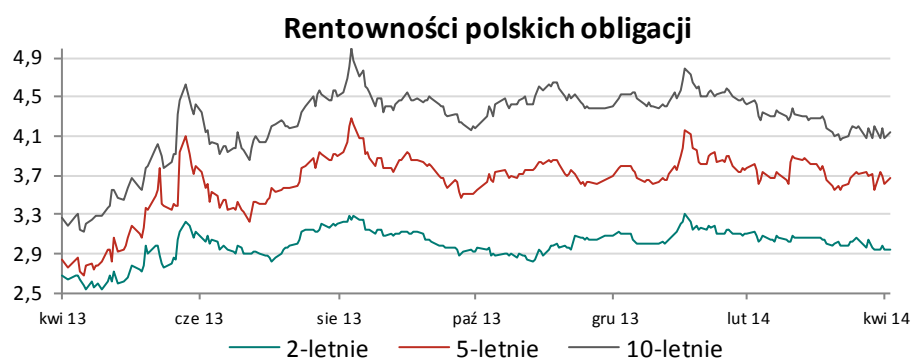
Retoryka prezesa EBC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2020 (umocnienie o 0,2%). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego, do czego przyczyniły się m.in. niższa od oczekiwań inflacja w Niemczech oraz pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów. W środę złoty tracił na wartości, jednakże po publikacji niskiego

wstępnego szacunku amerykańskiego PKB w I kw., zaczął odrabiać straty. W piątek złoty osłabił się w reakcji na lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie czwartkowe posiedzenie EBC. Choć nie oczekujemy zmian w polityce monetarnej EBC, ewentualna gołębina retoryka prezesa M. Dragiego może oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. W cieniu decyzji EBC najprawdopodobniej pozostaną czwartkowe dane nt. bilansu płatniczego w Chinach. W przypadku realizacji naszej prognozy, niższej od konsensusu rynkowego, złoty może się osłabić. Środowe posiedzenie RPP w naszej ocenie nie spotka się z reakcją rynku. Przez cały tydzień w centrum uwagi inwestorów będzie ponadto sytuacja na Ukrainie oraz liczne wypowiedzi członków FED, które po ostatnich dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy mogą mieć jastrzębi wydzźwięk i oddziaływać w kierunku osłabienia złotego.


Czy EBC umocni polski dług?


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich nie zmieniły się i wyniosły 2,901, obligacji 5-letnich wzrosły do poziomu 3,615 (wzrost o 11pb), a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 4,088 (spadek o 6pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z wahaniami rentowności polskich obligacji wokół spadkowego trendu.

Przyczynił się do tego niższy od oczekiwań odczyt inflacji w strefie euro, który zwiększył oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC oraz słabsze dane z amerykańskiej gospodarki w pierwszej części tygodnia. Piątkowe, lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy spowodowały spadek cen polskich obligacji o średnim i długim terminie zapadalności.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się cen polskiego długu będzie czwartkowe posiedzenie EBC. Pomimo, iż nie oczekujemy zmian w polityce monetarnej EBC, ewentualna gołębia retoryka prezesa M. Draghiego może oddziaływać w kierunku wzrostu cen polskich obligacji. Środowe posiedzenie RPP w naszej ocenie nie spotka się z reakcją rynku. Przez cały tydzień w centrum uwagi inwestorów będzie ponadto sytuacja na Ukrainie oraz liczne wypowiedzi członków FED, które po ostatnich dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy mogą mieć jastrzębi wydźwięk i w rezultacie oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Kurs EURPLN*	4,16	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,20
Kurs USDPLN*	3,16	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04
Kurs CHFPLN*	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,44
Inflacja CPI (r/r, %)	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,5	0,5
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	1,0	1,0
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,0	5,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,6	-0,6
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	6,6	6,6
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,6	3,6
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,8	0,8
Stopa bezrobocia rej.* (%)	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	12,8	12,8
Saldo ROB (mln EUR)	569	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-572	-313	-313	-313
Eksport (r/r, % EUR)	11,0	0,3	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	3,4	6,7	6,7	6,7
Import (r/r, % EUR)	1,6	-6,1	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	5,6	4,7	4,7	4,7

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2014				2015				2013	2014	2015	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,1	3,3	3,8	3,9	4,0	3,9	3,9	4,0	1,6	3,5	4,0	
Konsumpcja (% r/r)	2,4	2,5	2,8	3,0	2,8	3,3	3,4	3,5	0,8	2,6	3,2	
Inwestycje (% r/r)	5,7	5,2	5,5	7,1	7,4	7,6	7,4	8,9	-0,2	6,1	8,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	9,1	9,3	8,6	9,8	8,6	9,1	9,3	11,2	4,6	9,3	9,9	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,4	8,8	8,3	8,9	10,5	8,0	11,7	13,9	1,2	8,6	11,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,4	1,6	1,7	1,6	1,8	2,0	2,1	1,8	0,5	1,6	1,9
	Inwestycje (pp.)	0,7	0,9	1,0	1,9	0,9	1,3	1,3	2,3	0,0	1,1	1,5
	Ekspozycja netto (pp.)	0,5	0,6	0,4	0,6	-0,8	0,9	-0,8	-0,9	1,6	0,5	-0,2
Saldo obrotów bieżących***	-1,7	-2,0	-1,8	-1,8	-2,0	-1,8	-2,0	-2,2	-1,3	-1,8	-2,2	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,7	12,1	12,4	13,2	12,2	11,7	12,0	13,4	12,4	12,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,3	2,9	4,0	4,3	3,6	3,7	4,3	4,6	3,4	3,6	4,1	
Inflacja CPI(%)*	0,6	1,0	0,9	1,2	1,8	2,0	2,1	2,1	0,9	0,9	2,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,71	2,71	2,79	3,21	3,46	3,62	3,78	2,71	2,79	3,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50	2,50	2,50	3,50	
EURPLN**	4,17	4,15	4,10	4,05	4,00	3,95	3,90	3,85	4,15	4,05	3,85	
USDPLN**	3,03	3,07	3,08	3,12	3,10	3,09	3,07	3,08	3,02	3,12	3,08	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 05.05.2014r.						
3:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	48,3	48,3	48
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Maj	14,1	18,0	14,2
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	-1,7		-1,7
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Kwiecień	53,4		54,4
Wtorek 06.05.2014r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Kwiecień	53,1	53,1	53,1
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	0,4	-0,2	-0,2
Środa 07.05.2014r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Maj	2,50	2,50	2,50
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	0,6	0,3	0,3
Czwartek 08.05.2014r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld CNY)	Kwiecień	7,7	10,0	11,0
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,4		0,2
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Maj	0,5	0,5	0,5
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Maj	0,25	0,25	0,25
Piątek 09.05.2014r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	-2,3	-1,9	-1,8
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	2,4	2,2	2,1
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Marzec	15,7		16,6
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Marzec	0,5		0,5
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Marzec	0,7		0,9

* 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
Krystian JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krystian.jaworski@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 został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten 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 komentarzy i opinii.