

Spokojnie, to tylko przejściowe spowolnienie

W tym tygodniu

- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Uważamy, że EBC obniży główną stopę procentową o 15 pb do 0,10%. W naszym scenariuszu bazowym nie oczekujemy jednoczesnego zastosowania innych narzędzi łagodzących politykę pieniężną. Prawdopodobieństwo wprowadzenia ujemnej stopy depozytowej szacujemy na 40%. Nie wykluczamy również decyzji o rozpoczęciu programu luzowania ilościowego (QE), chociaż prawdopodobieństwo zastosowania tego narzędzia jest niskie. Gołębia reakcja ze strony EBC będzie oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności obligacji.
- **We wtorek poznamy wstępny szacunek majowej inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że tempo wzrostu cen zmniejszyło się do 0,6% r/r z 0,7% w kwietniu. W kierunku spadku inflacji oddziaływały niższa dynamika cen usług i żywności. Dziś poznamy odczyt majowej inflacji w Niemczech (oczekujemy spadku do 0,9-1,0% z 1,1% w kwietniu). W przypadku realizacji naszej, niższej od konsensusu prognozy inflacji w strefie euro, może dojść do wzmocnienia oczekiwań rynków na gołębią decyzję EBC na czwartkowym posiedzeniu, co będzie oddziaływało w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W piątek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy zwiększenia zatrudnienia o 220 tys. osób w maju wobec 288 tys. w kwietniu, co przy relatywnie większym napływie osób aktywnych zawodowo spowoduje wzrost stopy bezrobocia z 6,3% do 6,4%. Regionalne wskaźniki koniunktury w przemyśle i usługach sygnalizowały w ostatnim czasie umiarkowane tempo tworzenia nowych etatów. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczą raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 225 tys. wobec 220 tys. w kwietniu) oraz indeks ISM w przetwórstwie (oczekujemy wzrostu do 55,2 pkt. wobec 54,9 pkt.). Dobre dane z rynku pracy będą stanowiły argument za dalszym ograniczaniem skali programu QE3 przez FED, oddziałując tym samym w kierunku lekkiego wzrostu rentowności polskich obligacji i osłabienia złotego.
- **Oczekujemy, że na wtorkowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieni stóp procentowych i podtrzyma zapowiedź utrzymania ich na niezmienionym poziomie przynajmniej do końca III kw. br. (*forward guidance*).** Oczekujemy, że horyzont *forward guidance* zostanie wydłużony na posiedzeniu w lipcu, po zapoznaniu się przez Radę z kolejną projekcją inflacji. Taki scenariusz jest zgodny z wypowiedziami prezesa NBP M. Belki. Decyzja Rady o utrzymaniu niezmienionych stóp będzie zgodna z oczekiwaniami rynku i neutralna dla cen polskich obligacji oraz kursu złotego.
- **Dziś poznaliśmy majowe dane o koniunkturze w polskim przetwórstwie przemysłowym.** Indeks PMI spadł do 50,8 pkt. wobec 52,0 pkt. w kwietniu, co było poniżej naszej prognozy (51,6 pkt.) i oczekiwań rynkowych (52,4 pkt.). Dane te stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w II kw. obniży się do 3,3% r/r wobec 3,4% w I kw. (patrz poniżej).

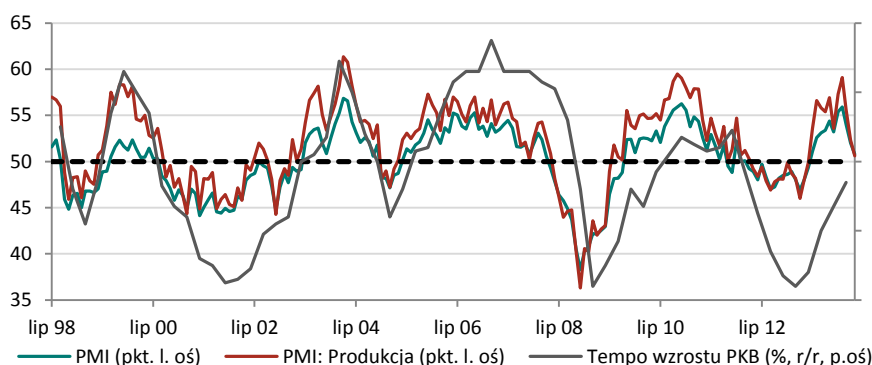
W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z drugim szacunkiem amerykańskiego PKB, zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. wyniosło -1,0% wobec -0,1% w pierwszym szacunku.** Zmniejszenie dynamiki PKB w stosunku do pierwszego odczytu było efektem przede wszystkim niższego wkładu zapasów (-1,62 pp. wobec -0,57 pp.). Uważamy, że spadek PKB w USA był przejściowym efektem oddziaływania niekorzystnych warunków meteorologicznych i w II kw. br.

zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego ukształtuje się na poziomie 3,5%. Wsparcie dla naszej prognozy powrotu amerykańskiej gospodarki na ścieżkę ożywienia stanowi m. in. opublikowany w zeszłym tygodniu odczyt zamówień na dobra trwałe, które wzrosły o 0,8% m/m w kwietniu wobec 3,6% w marcu. Po wyłączeniu środków transportu zamówienia zwiększyły się o 0,1% m/m wobec 2,9% w marcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. nastrojów gospodarstw domowych. Wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board wzrósł w maju do 83,0 pkt. wobec 81,7 pkt. w kwietniu. W kierunku poprawy nastrojów oddziaływał zarówno wzrost składowej dotyczącej oceny bieżącej sytuacji jak i składowej dotyczącej oczekiwań, do którego w największym stopniu przyczyniła się lepsza sytuacja na rynku pracy. Ponadto finalny majowy indeks Uniwersytetu Michigan został zrewidowany w górę względem wstępnego odczytu (81,9 pkt. wobec 81,8 pkt.). Dobre dane nt. nastrojów amerykańskich konsumentów wspierają naszą prognozę, zgodnie z którą po spowolnieniu w I kw., amerykańska gospodarka powróciła na ścieżkę ożywienia.

- ▄ **Opublikowany wczoraj oficjalny wskaźnik PMI stanowi jest spójny ze scenariuszem, zgodnie z którym Chiny osiągnęły dotek spowolnienia na przełomie I i II kw. br.** Wzrósł on bowiem do 50,8 pkt. w maju wobec 50,4 pkt. w kwietniu. Podtrzymujemy prognozę, zgodnie z którą w 2014 r. wzrost PKB w Chinach wyniesie 7,4% wobec 7,7% w 2013 r.
- ▄ **Dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wzrosła w cenach bieżących o 8,4% r/r w kwietniu wobec 3,1% w marcu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia sprzedaży detalicznej był efekt statystyczny związany z późniejszą datą Świąt Wielkanocnych, skutkujący przesunięciem zakupów żywności przez gospodarstwa domowe na kwiecień (por. MAKROpuls z 26.05.2014). W maju oczekujemy utrzymania się relatywnie wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej (6,9% r/r), co będzie stanowiło wsparcie dla naszej prognozy umiarkowanego wzrostu realnej dynamiki konsumpcji z 2,6% r/r w I kw. br. do 2,7% w II kw. br.
- ▄ **Realna dynamika PKB w Polsce zwiększyła się w I kw. 2014 r. do 3,4% r/r wobec 2,7% w IV kw. 2013 r., co było powyżej opublikowanego wcześniej wstępnego szacunku (3,3%).** Do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w ujęciu rocznym w I kw. br. przyczyniło się przede wszystkim silne zwiększenie dynamiki inwestycji z 2,0% r/r w IV kw. ub. r. do 10,7% w I kw. br. (por. MAKROpuls z 30.06.2014). W kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego w I kw. oddziaływało również zwiększenie dynamiki konsumpcji prywatnej, która wzrosła do 2,6% r/r w I kw. wobec 2,1% w IV kw. Pomimo utrzymującej się wysokiej dynamiki eksportu, zmniejszeniu uległ wkład eksportu netto, co spowodowane było przez relatywnie silny wzrost importu (do 6,9% r/r wobec 4,2% w IV kw.). Opublikowane dane o PKB potwierdzają, że polska gospodarka znajduje się w fazie silnego ożywienia, wspieranego w coraz większym stopniu przez popyt krajowy. Podtrzymujemy prognozę, zgodnie z którą w całym 2014 r. PKB wzrośnie o 3,5% wobec 1,6% w 2013 r.

Dalsze pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie



Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł w maju do 50,8 pkt. wobec 52,0 pkt. w kwietniu, co było znacząco poniżej naszej prognozy (51,6 pkt.) i oczekiwań rynkowych (52,4 pkt.). Zmniejszenie wartości wskaźnika PMI nastąpiło przy spadku trzech z pięciu jego składowych (dotyczących bieżącej produkcji,

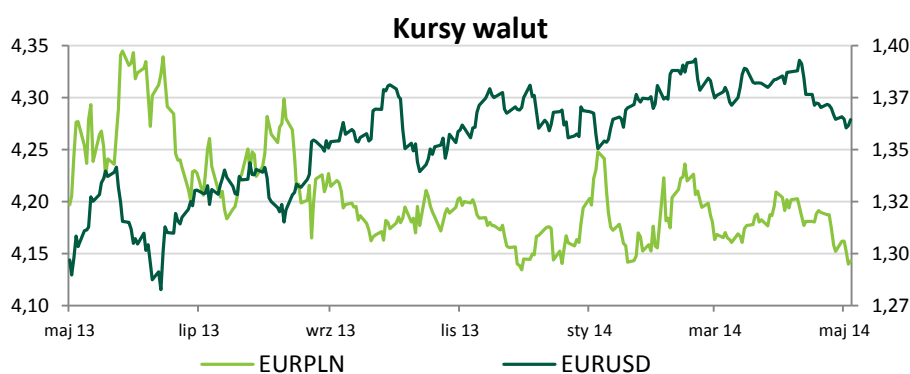
nowych zamówień i zatrudnienia).

Szczególnie negatywnym sygnałem płynącym z badań był spadek subindeksu dotyczącego nowych zamówień eksportowych poniżej granicy 50 pkt. a więc poziomu oddzielającego wzrost od spadku aktywności. W konsekwencji, wolumen nowych zamówień zagranicznych zmniejszył się po raz pierwszy od maja ub. r. Spadek zamówień był częściowo uzasadniany kryzysem politycznym na Ukrainie. Naszym zdaniem spadek zamówień był spowodowany również niższym popytem z krajów Europy Zachodniej – zgodnie z majowymi badaniami PMI w strefie euro, firmy raportowały wolniejszy wzrost bieżącej produkcji i nowych zamówień.

W maju nastąpił spadek składowej dla bieżącej produkcji do poziomu 50,6 pkt. z 52,3 pkt. w kwietniu. Oznacza to zmniejszenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej w maju, co stanowi wsparcie dla naszej prognozy spadku dynamiki produkcji przemysłowej do 4,8% r/r wobec 5,4% w kwietniu. Ukształtowanie się składowych dotyczących bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zatrudnienia tylko nieznacznie powyżej granicy 50 pkt. może sygnalizować zagrożenie dla trwałości ożywienia w Polsce. Naszym zdaniem spadek indeksów do tak niskich poziomów jest jednak jedynie zjawiskiem przejściowym. Oczekujemy, że wraz ze stopniową normalizacją sytuacji politycznej na Ukrainie oraz przyśpieszeniem wzrostu gospodarczego w strefie euro wskaźnik PMI ponownie wzrośnie. Wsparciem dla scenariusza poprawy koniunktury w Polsce jest oczekiwane przez nas ożywienie w budownictwie oraz stopniowe przyśpieszenie inwestycji przedsiębiorstw (por. MAKROmapy z 14.04.2014 i 26.05.2014). Tematem przewidywanego przez nas ożywienia w inwestycjach i jego wpływem na poprawę sytuacji na rynku pracy zajmiemy się w następnej MAKROmapie.

Spadek średniej wartości indeksu PMI w okresie kwiecień-maj do 51,4 pkt. wobec 55,1 pkt. w I kw. wskazuje na spowolnienie kwartalnego tempa wzrostu gospodarczego w II kw. Tym samym dane o PMI stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w II kw. obniży się do 3,3% r/r wobec 3,4% w I kw.

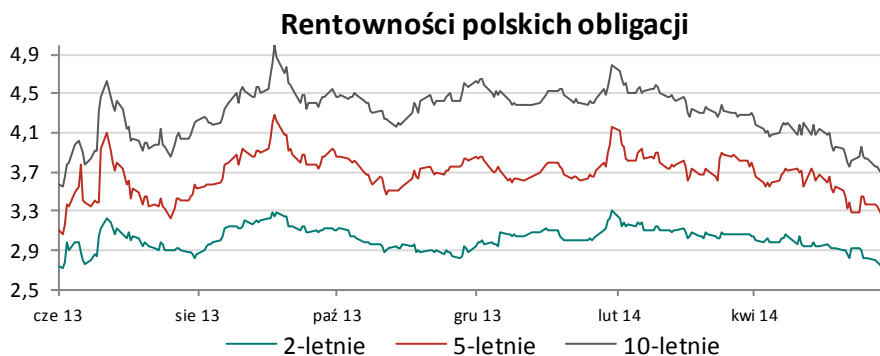
Decyzja EBC może umocnić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1432 (umocnienie o 0,2%). Z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny, w pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją kursu złotego. Sprzyjał temu m.in. dzień wolny od pracy w Wielkiej Brytanii oraz USA, który ograniczył płynność na rynku. W środę złoty zaczął się umacniać i pozostał w

trendzie aprecjacyjnym do końca tygodnia, co spowodowane było przede wszystkim przez rosnące oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC. Dane nt. polskiego PKB nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie czwartkowa decyzja EBC nt. wysokości stóp procentowych. Oczekujemy, że EBC zadecyduje o dalszym łagodzeniu polityki monetarnej, co może oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Istotny dla polskiej waluty będzie także zaplanowany na środę wstępny odczyt inflacji w strefie euro. W przypadku realizacji naszej prognozy, niższej od konsensusu rynkowego, może dojść do nasilenia oczekiwań inwestorów na łagodzenie polityki monetarnej przez EBC, a w konsekwencji do umocnienia złotego. Piątkowe, dobre dane z amerykańskiego rynku pracy mogą oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia polskiej waluty. Decyzja RPP oraz konferencja po posiedzeniu Rady nie spotkają się w naszej ocenie z reakcją rynku.


Dług wciąż pod wpływem polityki EBC


W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,733 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich do poziomu 3,304 (spadek o 2pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,67 (spadek o 11pb). Przez znaczną część tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, co spowodowane było

nasileniem oczekiwań inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez EBC. Dopiero w piątek doszło do lekkiej korekty, gdyż inwestorzy realizowali zyski z pierwszej części tygodnia.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie czwartkowe posiedzenie EBC. Oczekujemy obniżki głównej stopy procentowej o 15pb, co może oddziaływać w kierunku wzrostu popytu na polskie obligacje i spadku ich rentowności. Istotnym wydarzeniem będzie także odczyt inflacji w strefie euro. W przypadku realizacji naszej prognozy, niższej od konsensusu rynkowego, może dojść do nasilenia oczekiwań inwestorów na łagodzenie polityki monetarnej przez EBC, a w konsekwencji wzrostu cen polskich obligacji. Piątkowa publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy może przyczynić się do lekkiego spadku cen polskiego długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	cze 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,50
Kurs EURPLN*	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,15
Kurs USDPLN*	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	2,99
Kurs CHFPLN*	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,40
Inflacja CPI (r/r, %)	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-0,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	6,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,6	
Saldo ROB (mln EUR)	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-463	517	569		
Eksport (r/r, % EUR)	0,3	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	5,7	10,9	6,7		
Import (r/r, % EUR)	-6,1	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	6,9	3,1	6,6		

* 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)	3,4	3,3	3,7	3,8	4,0	3,9	3,9	4,0	1,6	3,5	4,0	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,7	2,9	3,1	2,8	3,3	3,4	3,5	0,8	2,8	3,2	
Inwestycje (% r/r)	10,7	8,0	8,9	9,6	10,3	11,8	12,5	13,2	-0,2	9,2	12,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	7,8	8,0	8,1	8,3	8,5	8,7	8,9	4,6	7,9	8,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,9	7,8	8,3	8,9	9,5	10,0	11,7	13,9	1,2	8,0	11,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	0,1	0,6	1,6	1,8	2,0	2,1	1,8	0,5	1,7	2,0
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,6	0,1	2,5	1,3	2,0	2,3	3,7	0,0	1,7	2,6
	Eksport netto (pp.)	1,3	2,5	1,4	-0,2	-0,3	-0,4	-1,2	-2,1	1,6	0,1	-1,3
Saldo obrotów bieżących***	-0,9	-1,1	-1,4	-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)	4,2	4,0	4,0	4,3	3,6	3,7	4,3	4,6	3,4	4,1	4,1	
Inflacja CPI(%)*	0,6	0,5	0,1	0,5	1,0	1,4	1,9	1,9	0,9	0,5	1,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,72	2,72	2,80	3,22	3,47	3,64	3,80	2,71	2,80	3,80	
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	2,99	2,99	3,07	3,08	3,06	3,05	3,03	3,02	3,07	3,03	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 02.06.2014r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	52,0	51,6	52,4
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	52,9	52,9	52,9
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	52,5	52,5	52,5
15:45	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	56,2		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	54,9	55,2	55,5
Wtorek 03.06.2014r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Czerwiec	2,50	2,50	2,50
3:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	49,7	49,5	49,6
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Maj	0,7	0,6	0,7
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Kwiecień	11,8		11,8
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Kwiecień	0,9	0,5	0,6
Środa 04.06.2014r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Maj	53,5	53,5	53,5
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	I kw.	0,2	0,2	0,2
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	-1,6		-1,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Maj	220		213
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Maj	60,9		60,0
Czwartek 05.06.2014r.						
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Kwiecień	0,3		0,1
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Czerwiec	0,5		0,5
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Czerwiec	0,25	0,1	0,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	300		310
Piątek 06.06.2014r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	-0,5	0,2	0,4
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Kwiecień	14,8		15,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Maj	6,3	6,4	6,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Maj	288	220	215

* 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.