

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych, majowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w maju do 54,0 pkt. wobec 53,9 pkt. w kwietniu, potwierdzając szeroki zakres geograficzny i sektorowy ożywienia gospodarczego w obszarze wspólnej waluty. Poprawa koniunktury zostanie naszym zdaniem odnotowana zarówno we Francji jak i w Niemczech, jednocześnie w przetwórstwie i sektorze usług. Na poprawę nastrojów w Niemczech najprawdopodobniej wskaże również piątkowa publikacja kwietniowego indeksu Ifo (wzrost do 109,5 pkt. z 108,6 pkt. w kwietniu). Publikacje wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach mogą być lekko negatywne dla złotego i cen polskich obligacji.
- **W środę opublikowane zostaną *Minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji najprawdopodobniej znajdą się opinie członków dotyczące trwałości obniżenia tempa wzrostu PKB w I kw. br. Ewentualne różnice zdań w tym względzie znajdą zapewne odzwierciedlenie w rozbieżnych poglądach poszczególnych członków FED dotyczących odpowiedniego terminu pierwszej podwyżki stóp procentowych. Po kwietniowym posiedzeniu wypowiadało się już kilku przedstawicieli FED, dlatego też oczekujemy, że treść *Minutes* nie dostarczy nowych, kluczowych informacji i nie zmieni ona zasadniczo naszego scenariusza polityki monetarnej w USA (pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi we wrześniu br.). Publikacja *Minutes* może przyczynić się jednak do przejściowej, podwyższonej zmienności kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Dane wskażą na poprawę sytuacji na rynku nieruchomości będącą efektem ustąpienia niekorzystnych warunków pogodowych. Oczekujemy silnego wzrostu liczby rozpoczętych budów domów o 8,0% m/m z 926 tys. w marcu, wyraźnego zwiększenia liczby pozwoleń na budowę o 4,0% m/m z 1042 tys. oraz wzrostu sprzedaży domów na rynku wtórnym do 5,32 mln z 5,19 mln. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Philadelphia FED wzrósł w maju do 8,5 pkt. wobec 7,5 pkt. w kwietniu, Sumaryczny wpływ publikacji z USA będzie w naszej ocenie lekko negatywny dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W czwartek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa.** W naszej ocenie zwiększył się on w maju do 49,0 pkt. wobec 48,9 pkt. w kwietniu. W kierunku poprawy koniunktury oddziaływało naszym zdaniem rozluźnienie polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin przeprowadzone w ostatnich tygodniach. Uważamy, że odczyt ten nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków.
- **We wtorek opublikowane zostaną kwietniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że zatrudnienie wzrosło o 1,2% r/r wobec 1,1% w marcu. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia spadła w kwietniu do 3,8% r/r wobec 4,9% w marcu ze względu na ustąpienie efektu związanego z wypłatą premii w niektórych branżach. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach 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 środę poznamy krajowe dane o kwietniowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do 5,5% r/r wobec 8,8% w marcu, do czego przyczynił się głównie efekt statystyczny związany z niekorzystną różnicą w liczbie dni roboczych. Oczekujemy, że nominalna dynamika sprzedaży detalicznej spadła w kwietniu do 1,8% r/r wobec 3,0% w marcu, co spowodowane było m.in. ustąpieniem efektu statystycznego związanego z wcześniejszą datą Świąt Wielkanocnych. Oczekujemy, że sumaryczny wpływ tych publikacji będzie neutralny dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie Eurogrupy (spotkanie ministrów finansów strefy euro), podczas którego kontynuowane były negocjacje nt. pakietu pomocowego (7 mld EUR) dla Grecji.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ostateczne porozumienie nadal nie zostało osiągnięte, jednak w komunikacie po spotkaniu odnotowane zostały postępy w negocjacjach, co naszym zdaniem wskazuje na wzrost prawdopodobieństwa osiągnięcia konsensusu w najbliższym czasie. W ubiegłym tygodniu Grecja dokonała również terminowej spłaty długu wobec MFW o wartości ok. 750 mln EUR.
- **Komisja Europejska zarekomendowała w ubiegłym tygodniu zamknięcie procedury nadmiernego deficytu w stosunku do Polski.** Decyzję o zamknięciu procedury ostatecznie podejmie Rada UE 19 czerwca br. Polska objęta była procedurą od 2009 r. Procedura nadmiernego deficytu to narzędzie stosowane wobec państw UE, których deficyt przekroczył 3% PKB lub dług jest wyższy niż 60% PKB i nie ulega dostatecznie szybkiemu obniżeniu. Uważamy, że rekomendacja Komisji Europejskiej dotycząca zamknięcia procedury nadmiernego deficytu jest już uwzględniona w obecnym ratingu Polski, co zostało potwierdzone m.in. przez ubiegłotygodniową wypowiedź przedstawiciela agencji S&P. Dlatego rekomendację Komisji Europejskiej można uznać za neutralną dla kursu złotego i rentowności obligacji. W naszej ocenie w krótkim okresie głównym czynnikiem ryzyka dla długoterminowego ratingu Polski jest ewentualne rozluźnienie polityki fiskalnej, które może być efektem tegorocznych wyborów prezydenckich i parlamentarnych. Oczekiwane gospodarcze efekty tych wyborów omówimy szerzej w kolejnej MAKROmapie.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne odczyty PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartałna dynamika PKB w strefie euro wzrosła w I kw. br. do 0,4% kw/kw wobec 0,3% w IV kw. ub. r. (1,0% r/r w I kw. wobec 0,9%). Do zwiększenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty przyczyniła się jego wyższa dynamika we Francji (0,6% kw/kw wobec 0,0% w IV kw. ub. r.), Włoszech (0,3% wobec 0,0%), Hiszpanii (0,9% wobec 0,7%), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało niższe tempo wzrostu w Niemczech (0,3% wobec 0,7%) oraz Holandii (0,4% wobec 0,8%). Szczegółowe dane nt. struktury wzrostu opublikowane zostaną na początku czerwca br. W świetle kwietniowych wskaźników koniunktury (PMI) oczekujemy, że ożywienie w obszarze wspólnej waluty będzie kontynuowane w II kw. br.
- **Inflacja CPI w Polsce wzrosła w kwietniu do -1,1% r/r wobec -1,5% w marcu.** Do zwiększenia inflacji CPI przyczyniło się przede wszystkim oddziaływanie efektów niskiej bazy sprzed roku dla jej wszystkich, trzech składowych – cen żywności, cen nośników energii (w tym paliw) oraz inflacji bazowej, która zwiększyła się z 0,2% r/r w marcu do 0,4% w kwietniu (por. MAKROPuls z 14.05.2015). Prognozujemy, że począwszy od II kw. br. roczny wskaźnik wzrostu cen będzie stopniowo wzrastać osiągając dodatni poziom (0,2% r/r) w IV kw.
- **Tempo wzrostu PKB w I kw. 2015 r. wyniosło 3,5% r/r wobec 3,3% w IV kw. 2014 r.** Oczyszczone z wpływu czynników sezonowych tempo wzrostu PKB w I kw. br. przyspieszyło do 1,0% kw/kw wobec 0,8% w IV kw. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem bez struktury wzrostu. Naszym zdaniem czynnikiem dynamizującym wzrost PKB w I kw. było zwiększenie wkładu eksportu netto oraz konsumpcji prywatnej. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego oddziaływała natomiast niższa kontrybucja inwestycji (por. MAKROPuls z 15.05.2015). Dane o PKB potwierdzają, że widoczne w ostatnich kwartałach spowolnienie w Polsce dobiegło już końca. W kolejnych kwartałach br., wraz z oczekiwaną poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro (w tym w Niemczech) oraz ożywieniem w inwestycjach infrastrukturalnych tempo wzrostu gospodarczego zwiększy się i osiągnie 4,0% w IV kw. 2015 r.

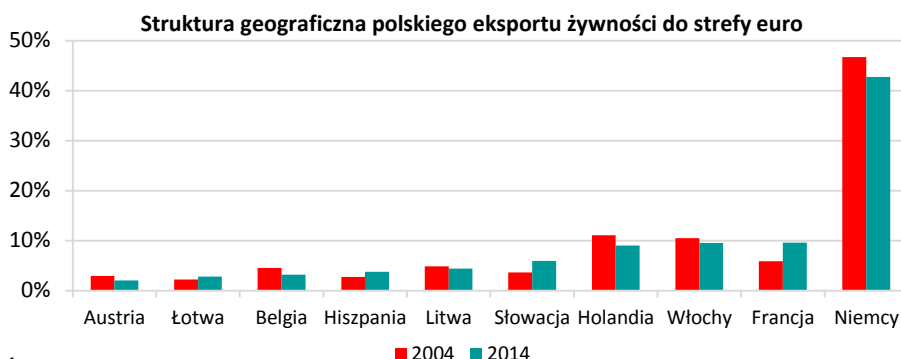
- **W marcu już trzeci miesiąc z rzędu odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w Polsce, która wyniosła 1938 mln EUR wobec 225 mln EUR w lutym.** Główną przyczyną zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących była silna poprawa salda dochodów pierwotnych (o 1178 mln wyższe niż w lutym). Zgodnie informacją NBP wynikało ono z najwyższego od początku polskiego uczestnictwa w UE napływu środków w ramach Wspólnej Polityki Rolnej (1 707 mln EUR). Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się do 13,7% r/r wobec 10,8% w lutym, podczas gdy import zwiększył się do 9,8% r/r wobec 3,8% w lutym. Oczekujemy, iż w najbliższych kwartałach prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w obszarze wspólnej waluty, w szczególności w Niemczech, będzie oddziaływać w kierunku utrzymania relatywnie wysokiej dynamiki polskiego eksportu. Szacujemy, że w I kw. br. nastąpiła poprawa salda obrotów bieżących w relacji do PKB (skumulowana wartość za 4 kwartały) do -0,6% wobec -1,4% w IV kw. ub.r.
- **Ludowy Bank Chin obniżył w ubiegłym tygodniu wszystkie swoje benchmarkowe stopy pożyczkowe oraz większość benchmarkowych stóp depozytowych o 25 pb.** Ludowy Bank Chin jednocześnie zwiększył maksymalny dopuszczalny poziom stóp depozytowych do poziomu 150% benchmarkowych stóp depozytowych wobec dotychczasowych 130% (oprocentowanie, po którym banki przyjmują depozyty). Decyzję o złagodzeniu polityki monetarnej Ludowy Bank Chin uzasadnił potrzebą wsparcia wzrostu gospodarczego. Uważamy jednak, że działania te są niewystarczające z uwagi na jednoczesne wprowadzanie reform mających na celu ograniczenie roli działalności parbankowej w chińskim systemie finansowym (czynnik zmniejszający akcję kredytową w gospodarce) oraz rosnącą liczbę niespłaconych kredytów (czynnik oddziałujący w kierunku zaostrzenia warunków udzielania kredytów przez banki). Tym samym prognozujemy, że w najbliższym czasie mogą zostać zastosowane kolejne narzędzia stymulowania wzrostu gospodarczego. Mogą mieć one zarówno charakter fiskalny (nowy program wydatków infrastrukturalnych), jak i monetarny (całkowita liberalizacja wysokości stóp depozytowych czy też program luzowania ilościowego – uważamy, że z uwagi na obecną skuteczność konwencjonalnej polityki monetarnej zastosowanie narzędzi niekonwencjonalnych jest mniej prawdopodobne).
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z Chin.** Produkcja przemysłowa wzrosła w kwietniu o 5,9% r/r wobec 5,6% w marcu, sprzedaż detaliczna o 10,0% r/r wobec 10,2% w marcu, a inwestycje w aglomeracjach miejskich o 12,0% r/r wobec 13,5% w marcu. Na szczególną uwagę zasługuje dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich, która ukształtowała się w kwietniu na najniższym poziomie od grudnia 2000 r. Słabsze od oczekiwań ubiegłotygodniowe dane z chińskiej gospodarki w połączeniu z danymi nt. chińskiego bilansu handlowego w kwietniu (por. MAKROmapa z 11.05.2015) stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w Chinach w II kw., zgodnie z którą jego roczna dynamika nie zmieni się w stosunku do I kw. i wyniesie 7,0%.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Sprzedaż detaliczna w kwietniu nie zmieniła się w stosunku do marca wobec wzrostu o 1,1% m/m w marcu. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów zwiększyła się ona o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,7% w marcu. Spadek odnotowała z kolei produkcja przemysłowa, która podobnie jak w marcu zmniejszyła się w ujęciu miesięcznym o 0,3%. W kierunku obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływał spadek tempa wzrostu produkcji w górnictwie i przetwórstwie. Jednocześnie zmniejszeniu uległo wykorzystanie mocy wytwórczych w przemyśle, które wyniosło 78,2% wobec 78,6% w marcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wyniki badań koniunktury. Poprawę sytuacji przetwórstwie zasygnalizował indeks NY Empire State, który zwiększył się w maju do 3,09 pkt. wobec -1,19 pkt. w kwietniu. Na pogorszenie koniunktury konsumenckiej wskazał natomiast indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w maju do 88,6 pkt. wobec 95,9 pkt. w kwietniu. Spadek wskaźnika wynikał zarówno z pogorszenia oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego

tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 2,3% wobec -0,6% w I kw. (prognozujemy rewizję w dół z 0,2% wg pierwszego szacunku).

**W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** E. Chojna-Duch powiedziała, że obecnie nie ma argumentów za obniżeniem stóp procentowych, szczególnie w warunkach ożywienia w polskiej gospodarce. Wyraziła również przekonanie, że nie ma uzasadnienia dla zobowiązania się Rady, iż nie podniesie ona stóp procentowych do końca swojej kadencji. Zwolennikiem utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie jest A. Zielińska-Głębocka, która powiedziała, że nie przewiduje zmian w polityce pieniężnej „w najbliższych miesiącach, a może i kwartałach”. Według niej utrzymanie stabilności w polityce monetarnej „stanowi wartość”. Z kolei J. Hausner powiedział, że najbardziej prawdopodobnym terminem pierwszej podwyżki stóp procentowych w Polsce jest II poł. 2016 r. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków RPP stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp (o 25 pb) nastąpi w listopadzie 2016 r.

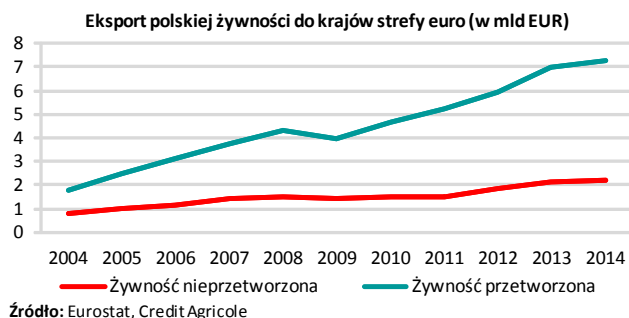
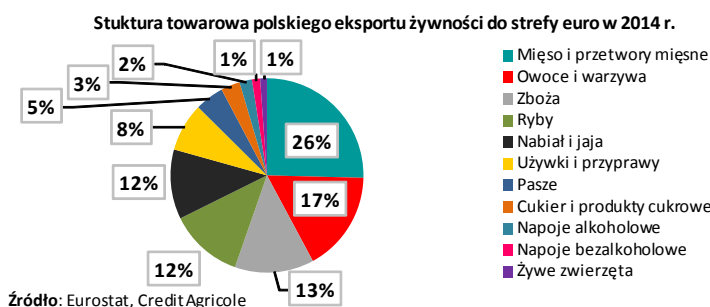
## Konsumpcja w strefie euro wspiera eksport polskiej żywności

Zgodnie z wynikami analizy przedstawionej w poprzedniej MAKROmapie (11.05.2015) strefa euro w 2014 r. odpowiadała za 52,5% eksportu polskiej żywności. Co więcej, eksport żywności do strefy euro był w ostatnich latach głównym źródłem wzrostu polskiego eksportu żywności ogółem, potwierdzając kluczowe znaczenie tego rynku. Przedmiotem poniższej analizy jest charakterystyka struktury geograficznej oraz towarowej polskiego eksportu żywności do strefy euro, a także prognoza jego dynamiki w latach 2015-2016.



Zgodnie z danymi Eurostatu wartość polskiego eksportu do strefy euro w 2014 r. wyniosła 9,5 mld EUR. Jego największymi odbiorcami były Niemcy odpowiadające za 42,8% polskiego eksportu żywności do strefy euro, Francja (9,6%), Włochy (9,6%) oraz Holandia (9,0%). W porównaniu do 2004 r. doszło do nieznacznego wzrostu udziału eksportu do

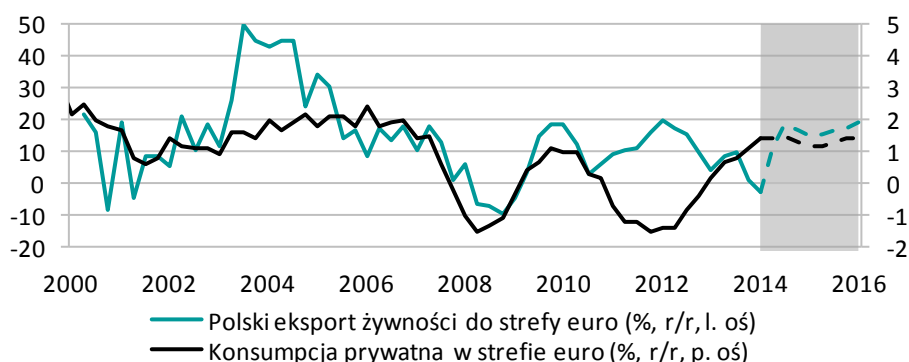
Francji i Słowacji kosztem zmniejszenia udziału eksportu do Niemiec i Holandii. Nadal za ponad 75% polskiego eksportu do strefy euro odpowiada pięciu importerów, co świadczy o jego niskiej dywersyfikacji. Rodzi to potencjalne ryzyka dla polskiego eksportu żywności, który silnie uzależniony jest od sytuacji gospodarczej, trendów konsumpcyjnych czy też decyzji politycznych w kilku krajach.



W 2014 r. największy udział w polskim eksporcie żywności do strefy euro stanowiły mięso i przetwory mięsne (26%), owoce i warzywa (17%) oraz zboże (13%). W latach 2004 – 2014 polski eksport do krajów

strefy euro wzrósł ponad 5-krotnie w przypadku mięsa i przetworów mięsnych, prawie 2-krotnie w przypadku owoców i warzyw oraz ponad 8-krotnie w przypadku zboża. We wspomnianym okresie odnotowywany był jednocześnie szybszy wzrost eksportu żywności przetworzonej w porównaniu do żywności nieprzetworzonej. W 2014 r. udział polskiego eksportu żywności przetworzonej do krajów strefy euro wyniósł 76,6% wobec 69,0% w 2004 r. Jest to pozytywna tendencja w polskiej branży spożywczej, gdyż żywność przetworzona charakteryzuje się wyższymi marżami od żywności nieprzetworzonej.

W celu uzyskania prognozy realnej rocznej dynamiki polskiego eksportu żywności do strefy euro zbudowaliśmy model ekonometryczny. Realna roczna dynamika polskiego eksportu żywności do strefy euro została w nim objaśniona roczną dynamiką konsumpcji prywatnej w strefie euro (konsumpcja odzwierciedla popyt na polską żywność) oraz opóźnioną o dwa kwartały roczną dynamiką kursu PLNEUR urealnionego inflacją żywności w Polsce i strefie euro (stanowi on miarę konkurencyjności polskiego eksportu żywności). Oszacowany model relatywnie dobrze objaśnia zmiany realnej dynamiki eksportu żywności (współczynnik determinacji  $R^2$  równy 0,62). Zgodnie z uzyskanymi na podstawie modelu wynikami wzrost dynamiki konsumpcji w strefie euro powoduje zwiększenie dynamiki polskiego eksportu do strefy euro, z kolei wzrost dynamiki realnego kursu złotego względem euro (umocnienie złotego) oznacza spadek dynamiki polskiego eksportu do strefy euro, co jest zgodne z teorią ekonomii. Opóźnienie zastosowane w przypadku kursu walutowego uzasadnione jest czasem, jaki potrzebny jest na zawarcie umowy oraz dokonanie transakcji od momentu podjęcia starań o zakup towaru.

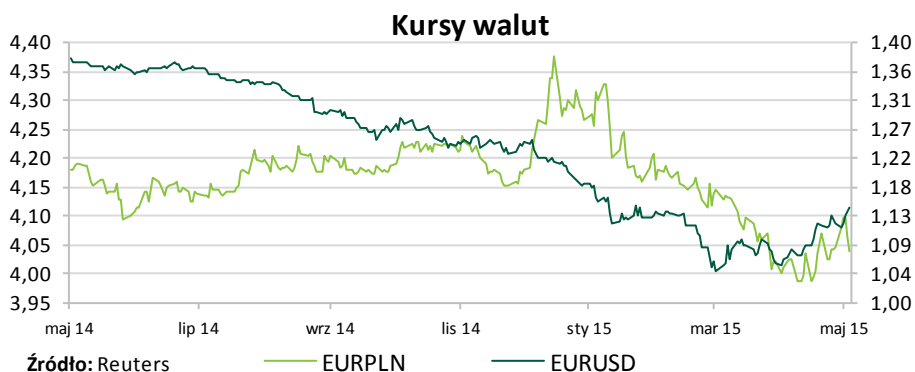


Źródło: Credit Agricole, Eurostat

Korzystając ze zbudowanego modelu dokonaliśmy prognozy realnej dynamiki polskiego eksportu żywności do strefy euro w okresie I kw. 2015 – IV kw. 2016 r. Oczekiwane ścieżki konsumpcji oraz inflacji żywności w strefie euro przyjęliśmy zgodnie z prognozą ekonomistów grupy Credit Agricole. Z kolei ścieżka kursu PLNEUR oraz inflacji żywności w Polsce jest zgodna z naszą prognozą kwartalną.

Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia realnej dynamiki polskiego eksportu żywności do strefy euro w 2015 r. będzie wyższe tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w obszarze wspólnej waluty (prognozujemy, że zwiększy się ona realnie o 1,4% w 2015 r. wobec 0,9% w 2014 r.). W przeciwnym kierunku oddziaływać będzie prognozowane przez nas umocnienie realnego kursu złotego wobec euro. W rezultacie dynamika eksportu polskiej żywności do strefy euro wyniesie w 2015 r. średniorocznie ok. 15% r/r wobec 4,4% w 2014 r. W 2016 r. prognozujemy stabilizację realnej dynamiki polskiego eksportu żywności do strefy euro (szacujemy, że wyniesie ona średniorocznie ok. 17% r/r), co będzie efektem utrzymania tempa wzrostu konsumpcji prywatnej w strefie euro na poziomie z 2015 r. przy jednoczesnym tylko nieznacznym umocnieniu realnego kursu złotego, obniżającym konkurencyjność cenową polskiego eksportu.

## Dane nt. koniunktury w strefie euro mogą osłabić złotego

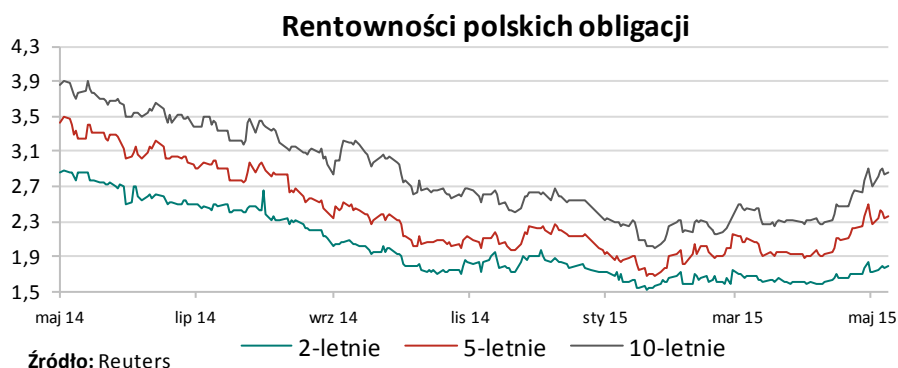


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,0380 (umocnienie złotego o 0,2%). Od poniedziałku do wtorku mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego oraz innych walut rynków wschodzących w ślad za spadkiem cen na światowym rynku długu. W poniedziałek, dodatkowym czynnikiem oddziałującym w

kierunku deprecjacji polskiej waluty były wyniki sondaży *exit polls* I tury wyborów prezydenckich w Polsce. Wbrew oczekiwaniom formułowanym na podstawie sondaży przed wyborami wskazały na nieznaczną wygraną kandydata opozycji A. Dudy, co przez część uczestników rynku zostało odebrane jako wzrost ryzyka politycznego w Polsce. W środę na otwarciu doszło do przejściowego umocnienia złotego oraz innych walut rynków wschodzących pomimo słabszych od oczekiwań danych z chińskiej gospodarki. Po południu miał miejsce kolejny przejściowy złotego spadek kursu EURPLN w reakcji na niższe od konsensusu dane o sprzedaży detalicznej w USA. W czwartek rozpoczął się trend aprecjacyjny polskiej waluty dodatkowo wzmocniony przez piątkowe, lepsze od oczekiwań dane nt. PKB oraz bilansu płatniczego w Polsce.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będą odczyty indeksów koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek (PMI i Ifo). W przypadku realizacji naszej prognozy zakładającej poprawę koniunktury w obszarze wspólnej waluty mogą one oddziaływać w kierunku osłabienia polskiej waluty. Negatywny dla złotego może być również sumaryczny wpływ danych z USA (liczba rozpoczętych budów, liczba pozwoleń na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz indeks Philadelphia FED). Do podwyższonej zmienności kursu EURPLN może przyczynić się środowa publikacja Minutes z kwietniowego posiedzenia FOMC. Krajowe dane (zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa), a także wstępny odczyt indeksu PMI w chińskim przetwórstwie nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

## Sumaryczny wpływ danych z USA negatywny dla polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,798 (wzrost o 8pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,359 (wzrost o 9pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,851 (wzrost o 14pb). W poniedziałek doszło do wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej w ślad za wyższymi rentownościami

niemieckich obligacji. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku cen polskiego długu były wyniki sondaży *exit polls* I tury wyborów prezydenckich w Polsce, które nieoczekiwanie wskazały na nieznaczące zwycięstwo kandydata opozycji A. Dudy i tym samym wzrost ryzyka politycznego w Polsce.

We wtorek i środę mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją na polskim rynku długu. W czwartek ceny polskich obligacji rosły w wyniku osłabienia oczekiwań na szybsze zacieśnienie polityki monetarnej w USA po słabszych od konsensusu danych o amerykańskiej sprzedaży detalicznej, co znalazło odzwierciedlenie w spadku rentowności amerykańskich obligacji na całej długości krzywej. W piątek w kierunku spadku cen polskiego długu oddziaływały lepsze od konsensusu dane nt. polskiego bilansu płatniczego i PKB.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie publikacja wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI), w tym Niemczech (indeks Ifo). W przypadku realizacji naszej prognozy, zgodnie z którą w obszarze wspólnej waluty odnotowana zostanie poprawa koniunktury oczekujemy wzrostu rentowności polskich obligacji. Negatywny dla polskiego rynku długu będzie w naszej ocenie również sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki (rynek nieruchomości i koniunktura w przetwórstwie – indeks Philadelphia FED). Środowa publikacja Minutes z kwietniowego posiedzenia FOMC może spowodować wzrost zmienności cen polskich obligacji. Krajowe dane (zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa) będą naszym zdaniem neutralne dla polskiego rynku długu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	<b>4,01</b>
Kurs USDPLN*	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	<b>3,61</b>
Kurs CHFPLN*	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	<b>3,82</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,7	<b>5,5</b>	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,4	<b>-2,4</b>	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	<b>1,8</b>	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	<b>3,8</b>	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	<b>1,2</b>	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	<b>11,2</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	269	-161	-927	-729	-1063	12	-371	-181	-1414	37	225	1938		
Eksport (r/r, % EUR)	5,1	10,4	5,7	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	5,2	10,8	13,7		
Import (r/r, % EUR)	8,9	11,8	7,5	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-1,3	3,8	9,8		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,5	3,5	3,7	4,0	3,6	3,4	3,3	3,3	3,4	3,6	3,4	
Konsumpcja (% r/r)	3,5	3,7	3,7	3,1	2,9	3,1	3,2	2,9	3,1	3,5	3,0	
Inwestycje (% r/r)	7,4	7,3	7,6	7,7	5,8	5,2	5,2	5,6	9,2	7,4	5,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	6,6	7,2	7,3	5,5	5,6	6,2	6,6	5,7	7,2	6,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	5,0	7,3	8,3	9,0	8,2	8,6	8,3	8,2	9,1	7,4	8,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,3	2,3	2,3	1,6	1,9	1,9	1,9	1,5	1,8	2,1	1,8
	Inwestycje (pp.)	1,0	1,3	1,4	2,1	0,8	0,9	1,0	1,6	1,7	1,4	1,1
	Eksport netto (pp.)	1,4	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1	-1,4	-0,9	-0,7	-1,4	0,0	-1,0
Saldo obrotów bieżących***	-0,6	-1,1	-1,1	-1,5	-1,9	-2,2	-2,4	-2,4	-1,4	-1,5	-2,4	
Stopa bezrobocia (%)**	11,7	10,6	10,2	10,7	11,4	10,3	9,8	10,3	11,5	10,7	10,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,8	3,6	3,7	3,8	3,7	3,7	3,2	3,6	3,8	3,6	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,6	0,2	1,2	1,4	1,3	1,3	0,0	-0,7	1,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,82	1,98	2,06	1,65	1,98	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,75	
EURPLN**	4,07	4,00	4,05	4,08	4,05	4,00	3,95	3,90	4,29	4,08	3,90	
USDPLN**	3,79	3,85	4,01	4,08	3,93	3,81	3,69	3,64	3,54	4,08	3,64	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Wtorek 19.05.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	0,0	0,0	0,0
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Maj	53,3		49,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>4,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Kwiecień	926	1000	1019
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Kwiecień	1042	1085	1065
<b>Środa 20.05.2015r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Sprzedaż detaliczna (% r/r)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>8,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Maj			
<b>Czwartek 21.05.2015r.</b>						
3:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	48,9	49,0	49,4
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	52,1	52,9	52,3
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Marzec	26,4		26,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	54,1	54,4	53,9
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	52,0	52,3	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Maj	53,9	54,0	53,8
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Maj</b>			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	264		
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Maj	7,5	8,5	8,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	5,2	5,32	5,2
<b>Piątek 22.05.2015r.</b>						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,3	0,3	0,3
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Maj	108,6	109,5	108,3
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Kwiecień	0,2	0,1	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Kwiecień	0,2	0,2	0,2

\* 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