

W tym tygodniu

- **Zgodnie z sondażem *exit poll* przeprowadzonym przez Ipsos, A. Duda zwyciężył w II turze wyborów prezydenckich uzyskując 52% głosów. Urzędującego prezydenta B. Komorowskiego poparło 48% głosujących.** Oficjalne wyniki PKW, które poznamy w najbliższych dniach, najprawdopodobniej potwierdzą zwycięstwo A. Dudy. Naszym zdaniem wstępne wyniki drugiej tury wyborów prezydenckich i wynikające z nich wysokie prawdopodobieństwo znaczących zmian na scenie politycznej po jesiennych wyborach parlamentarnych sygnalizują wzrost ryzyka politycznego i niepewności dotyczącej kształtu polityki fiskalnej i pieniężnej w średnim okresie. Wymienione czynniki będą w najbliższych miesiącach oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji. Poniżej przedstawiamy najważniejsze gospodarcze konsekwencje wygranej kandydata PiS.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W piątek zostanie opublikowany drugi szacunek amerykańskiego PKB w I kw. br. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostało zrewidowane w dół do -0,8% wobec 0,2% w pierwszym szacunku. Do rewizji przyczynił się przede wszystkim niższy wkład eksportu netto. We wtorek poznamy wstępny odczyt dynamiki zamówień na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zmniejszyły się w kwietniu o 0,1% m/m wobec wzrostu o 4,7% w marcu (efekt wysokiej bazy). Ponadto oczekujemy, że sprzedaż nowych domów zwiększyła się w kwietniu do 506 tys. wobec 481 tys. w marcu, co będzie potwierdzeniem zaobserwowanej w kwietniu poprawy sytuacji na rynku nieruchomości (patrz poniżej). Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (wzrost do 98,0 pkt. w maju wobec 95,2 pkt. w kwietniu), podobnie jak zrewidowany w górę finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (92,0 pkt. wobec 88,6 pkt. we wstępnym odczycie) będą odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem mieszane odczyty z USA mogą przyczynić się do podwyższonej zmienności kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W piątek GUS opublikuje pełne dane o PKB w I kw.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego zgodnie ze wstępnym odczytem wyniosło 3,5% r/r wobec 3,3% w IV kw. ub. r. Dane o PKB potwierdzą, że 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). Uważamy, że publikacja ta nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne majowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się do 53,4 pkt. wobec 53,9 pkt. w kwietniu. Do jego spadku przyczyniła się niższa wartość wskaźnika w Niemczech (52,8 pkt. wobec 54,1 pkt.), będąca skutkiem pogorszenia koniunktury w usługach przy jednocześnie niższym tempie wzrostu produkcji w przetwórstwie. W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost indeksu we Francji (51,0 pkt. wobec 50,6 pkt.) wynikający zarówno z poprawy sytuacji w sektorze usług, jak i w przetwórstwie. W raporcie znalazła się informacja, iż w pozostałych krajach strefy euro uwzględnianych w badaniu średnia wartość składowych dla produkcji oraz zatrudnienia w pierwszych dwóch miesiącach II kw. br. ukształtowała się na najwyższym poziomie odpowiednio od II i III kw. 2007 r., potwierdzając tym samym szeroki zakres geograficzny ożywienia w obszarze wspólnej waluty. Dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro w II kw. ukształtuje się na poziomie odnotowanym w I kw. i wyniesie 0,4%.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech spadł w maju do 41,9 pkt. wobec 53,3 pkt.**

w kwietniu. Do pogorszenia nastrojów przyczyniła się m.in. słabsza od oczekiwań dynamika niemieckiego PKB w I kw. br. Nieznaczny spadek odnotowano również w przypadku indeksu Ifo obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny (108,5 pkt. w maju wobec 108,6 pkt. w kwietniu). W kierunku spadku wskaźnika oddziaływała niższa wartość składowej indeksu dotycząca oczekiwań, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowane zostało w przetwórstwie i handlu hurtowym, podczas gdy poprawa sytuacji miała miejsce w budownictwie i handlu detalicznym. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB w II kw. br. zwiększy się do 0,5% wobec 0,3% w I kw.

✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z kwietniowego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji znalazła się informacja, zgodnie z którą wielu członków FED uważa, że odnotowane w I kw. spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA miało przejściowy charakter i w II kw. można oczekiwać zwiększenia jego dynamiki. Z kolei wpływ mającego miejsce w ostatnich kwartałach spadku cen ropy oraz umocnienia dolara na amerykańską gospodarkę może być dłuższy i silniejszy niż wcześniej oczekiwano. Ponadto wielu członków FED uważa, że dane, które napłyną do czerwcowego posiedzenia będą niewystarczające aby stwierdzić, iż warunki konieczne dla rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej zostały już spełnione. Uważamy, że FED, zanim zacznie podnosić stopy procentowe, będzie chciał poczekać na publikację danych z II kw. aby upewnić się, że spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego odnotowane w I kw. br. miało tylko przejściowy charakter, a prawdopodobieństwo powrotu inflacji do celu w średnim okresie jest wysokie. Dlatego podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą pierwsza podwyżka stóp procentowych będzie miała miejsce we wrześniu br.

✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Liczba rozpoczętych budów domów zwiększyła się z 944 tys. w marcu do 1135 tys. w kwietniu (najwyższy poziom od listopada 2007 r.), liczba pozwoleń na budowę wzrosła z 1038 tys. w marcu do 1143 tys. w kwietniu (najwyższy poziom od czerwca 2008 r.), a sprzedaż domów na rynku wtórnym wyniosła w kwietniu 5,04 mln wobec 5,21 mln w marcu. Kwietniowe dane wskazują tym samym na wyraźną poprawę sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości w porównaniu do I kw. br. Na nieznaczne pogorszenie koniunktury w amerykańskim przetwórstwie wskazał natomiast indeks Philadelphia FED, który zmniejszył się w maju do 6,7 pkt. wobec 7,5 pkt. w kwietniu. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 2,3% wobec -0,8% w I kw.

✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w kwietniu o 2,3% r/r wobec wzrostu o 8,8% w marcu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji pomiędzy marcem a kwietniem były efekty statystyczne w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz wcześniejszej niż przed rokiem daty świąt Wielkiejnocy, która przyczyniła się do silnego obniżenia dynamiki produkcji w dziale „artykuły spożywcze” (por. MAKROpuls z 20.05.2014). Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w kwietniu o 8,5% r/r wobec wzrostu o 2,9% w marcu, do czego w znacznym stopniu przyczynił się efekt niskiej ubiegłorocznej bazy i relatywnie dobre warunki atmosferyczne w kwietniu br. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w ujęciu miesięcznym o 1,3% wobec 0,6% w marcu, co wskazuje na kontynuację umiarkowanego wzrostu aktywności w branży budowlanej. Dane o produkcji budowlano-montażowej w kwietniu stanowią wsparcie dla naszego scenariusza trwałego przyspieszenia wzrostu produkcji budowlano-montażowej w kolejnych kwartałach 2015 r.

✔ **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce spadła w kwietniu o 1,5% r/r wobec wzrostu o 3,0% r/r w marcu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w kwietniu o 1,5% r/r wobec wzrostu o 6,6% w marcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki sprzedaży detalicznej w kwietniu było ustąpienie efektu statystycznego związanego z

wcześniejszą datą świąt Wielkiejnocy, który znalazł odzwierciedlenie w silnym zmniejszeniu realnej dynamiki sprzedaży detalicznej w kategorii "żywność, napoje i wyroby tytoniowe" oraz w kategorii "sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach", obejmującej sklepy wielopowierzchniowe (por. MAKROpuls z 20.05.2015). Oczekujemy, że po ustąpieniu efektu świąt Wielkiejnocy liczona w cenach stałych dynamika sprzedaży detalicznej w maju ukształtuje się na poziomie ok. 2-3% r/r, co będzie zgodne z naszym scenariuszem przewidującym lekkie przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej w II kw. do 3,7% r/r wobec 3,5% w I kw.

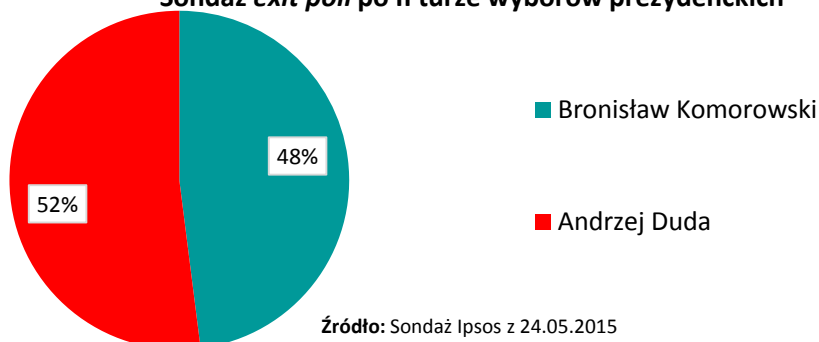
➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw spadła w kwietniu do 3,7% r/r wobec 4,9% w marcu.** Do zmniejszenia wskaźnika w znacznym stopniu przyczyniło się wygaśnięcie efektu wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w marcu br. w niektórych branżach (por. MAKROpuls z 19.05.2015). W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach wzrosły w kwietniu o 4,8% r/r wobec 6,5% w marcu. Roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 1,1%. W efekcie realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zmniejszyło się do 6,0% r/r wobec 7,7% w marcu i 6,8% w I kw. Dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji w II kw. br. wzrośnie do 3,7% r/r wobec 3,5% w I kw.

➤ **Wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w maju do 49,1 pkt. wobec 48,9 pkt. w kwietniu, trzeci miesiąc z rzędu kształtując się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności.** Jedyną składową oddziałującą w kierunku spadku indeksu był wskaźnik dla bieżącej produkcji, który zmniejszył się do najniższego poziomu od kwietnia 2014 r. Mimo, nieznacznego wzrostu pozostałych składowych indeksu, wszystkie 5 subindeksów ukształtowało się poniżej granicy 50 pkt., wskazując na szeroki zakres spadku aktywności w chińskim przetwórstwie. Dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w najbliższym czasie mogą zostać zastosowane dodatkowe narzędzia stymulowania wzrostu chińskiej gospodarki (por. MAKROmapa z 18.05.2015). Mogą mieć one zarówno charakter fiskalny (nowy program wydatków infrastrukturalnych), jak i monetarny (całkowita liberalizacja wysokości stóp depozytowych czy też program luzowania ilościowego).

➤ **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB w I kw. br. wyniosła 0,3% wobec 0,7% w IV kw. 2014 r.** Obniżenie tempa wzrostu wynikało z niższego wkładu zapasów (-0,3 pp. w I kw. br. wobec 0,4 pp. w IV kw. ub. r.). W przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa kontrybucja inwestycji (0,3 pp. wobec 0,2 pp.) oraz eksportu netto (-0,2 pp. wobec -0,3 pp.). Wkład spożycia ogółem nie zmienił się w stosunku do IV kw. ub.r. i wyniósł 0,5 pp.). Uważamy, że w najbliższych kwartałach wsparciem dla wzrostu niemieckiego PKB będą poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, skutkująca wyższą dynamiką konsumpcji, a także ożywienie gospodarcze w strefie euro i przyspieszenie wzrostu w USA, pozytywne wpływające na niemiecki eksport.

➤ Co wynika ze zwycięstwa A. Dudy w wyborach prezydenckich ?

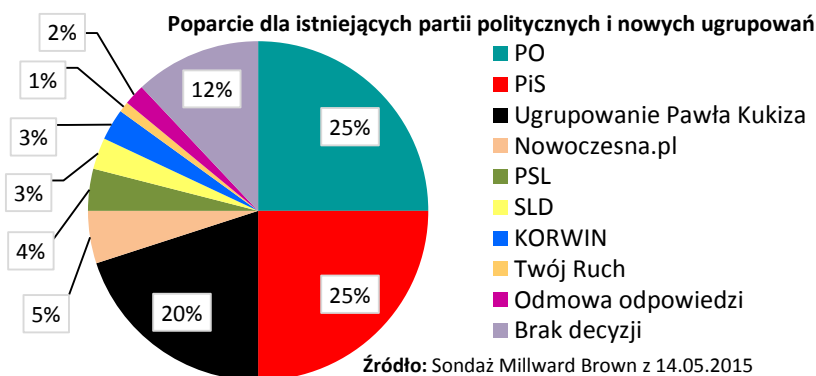
Sondaż *exit poll* po II turze wyborów prezydenckich



Zgodnie z sondażem *exit poll* przeprowadzonym przez Ipsos, A. Duda zwyciężył w II turze wyborów prezydenckich uzyskując 52% głosów. Urzędującego prezydenta B. Komorowskiego poparło 48% głosujących. Oficjalne wyniki PKW, które poznamy w ciągu najbliższych dniach, najprawdopodobniej potwierdzą zwycięstwo A. Dudy w

wyborach prezydenckich.

Zgodnie z artykułem 126 Konstytucji RP, Prezydent jest najwyższym przedstawicielem Rzeczypospolitej Polskiej i gwarantem ciągłości władzy państwowej, czuwa nad przestrzeganiem Konstytucji, stoi na straży suwerenności i bezpieczeństwa państwa oraz nienaruszalności i niepodzielności terytorialnej Polski. Prezydent RP jest również zwierzchnikiem Sił Zbrojnych RP oraz reprezentantem państwa w stosunkach zewnętrznych. Do kompetencji prezydenta RP należy również wnioskowanie do Sejmu o powołanie Prezesa Narodowego Banku Polskiego oraz powoływanie trzech członków Rady Polityki Pieniężnej. Oznacza to, że A. Duda będzie w przyszłym roku wybierał dwóch członków RPP na miejsce A. Głapińskiego i A. Kaźmierczaka, których kadencja wygasa 19 lutego 2016 r. oraz zaproponuje następcę M. Belki, którego kadencja dobiega końca w czerwcu 2016 r. Kadencja powołanego przez prezydenta Jerzego Osiatyńskiego (w związku ze zrzeczeniem się funkcji członka RPP przez Zytę Gilowską) wygasa dopiero 20 grudnia 2019 r. Zwycięstwo A. Dudy będzie miało zatem znaczący wpływ na kształt polityki monetarnej prowadzonej w Polsce w najbliższych latach.



Wygrana A. Dudy w I turze wyborów prezydenckich i jego ostateczne zwycięstwo w II turze oraz duże poparcie zdobyte przez P. Kukiza są naszym zdaniem zwiastunem nadchodzących znaczących zmian na scenie politycznej po jesiennych wyborach parlamentarnych. Zgodnie z najnowszym sondażem (Millward Brown, 14.05.2015) 25% Polaków zagłosowałoby w wyborach

parlamentarnych na PiS, 25% poparłoby PO, a 20% oddałoby głos na ugrupowanie P. Kukiza. Oznacza to wyraźne przesunięcie poparcia w kierunku ugrupowań antysystemowych (w różnych sondażach przeprowadzanych w I kw. br. PO uzyskiwała ok. 30-40% głosów, PiS zdobywał ok. 30% poparcia). Tym samym po jesiennych wyborach parlamentarnych możemy mieć do czynienia z sytuacją, w której PiS i ugrupowanie P. Kukiza zdobędą razem większość parlamentarną, a PO będzie dysponowała ok. jedną czwartą miejsc w Sejmie. Naszym zdaniem silnym wsparciem dla tego scenariusza jest wynik wczorajszych wyborów prezydenckich. Bardzo prawdopodobna zmiana koalicji rządowej oznacza wzrost niepewności dotyczącej dalszego kształtu polityki gospodarczej realizowanej przez rząd w kolejnych latach.

Postulat	Wpływ na finanse publiczne (mld zł)
Zwiększenie kwoty wolnej od podatku z 3091 zł do 8000 zł	ponad 10 ↓
Przywrócenie wieku emerytalnego	45 do 2020 r. ↓
Uruchomienie kwoty 1 400 mld zł na inwestycje (łącznie z funduszami UE)	? ↓
Wprowadzenie podatku bankowego (0,39% od wysokości sumy bilansowej)	6 ↑
Wprowadzenie podatku obrotowego dla sieci handlowych (1% od uzyskanych przychodów)	1 ↑

Oczekujemy, że postulaty wyborcze kandydata PiS, A. Dudy będą częścią programu realizowanego podczas najbliższej kadencji rządu. Wśród najważniejszych obietnic wyborczych A. Dudy można wymienić zwiększenie kwoty wolnej od podatku z 3091 zł do 8000 zł, co zgodnie wypowiedzią ministra finansów zmniejszyłoby roczne wpływy do budżetu

Źródło: Obliczenia własne oraz szacunki Ministerstwa Finansów i KNF

państwa o kilkanaście mld zł. A. Duda proponował również obniżenie wieku emerytalnego dla kobiet i mężczyzn do odpowiednio 60 i 65 lat z obecnego poziomu 67 lat dla obu płci. Można szacować, że przywrócenie poprzedniego wieku emerytalnego oznaczałoby zwiększenie obciążeń dla budżetu

państwa łącznie o 45 mld do 2020 r. i ponad 1000 mld zł do 2060 r. Wśród realizowanych zadań znajdzie się również prawdopodobnie projekt mający na celu zwiększenie inwestycji, na który zgodnie z umową programową A. Dudy łącznie z środkami unijnymi miałyby być przeznaczone ok. 1400 mld zł. Obecnie trudno oszacować fiskalne konsekwencje tego programu.

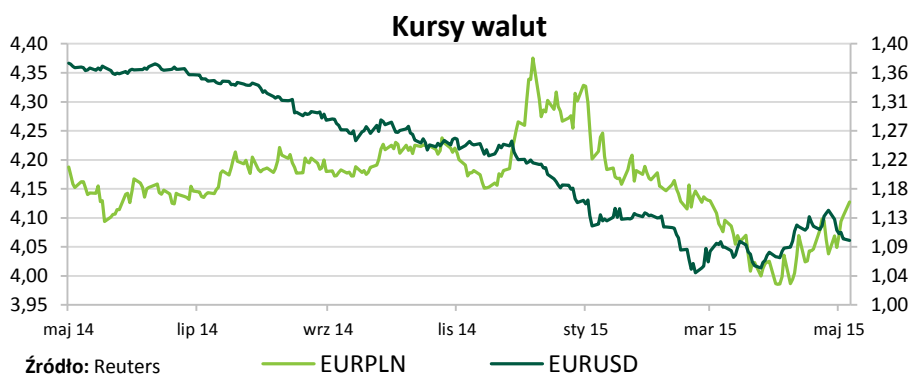
Kolejnym postulatem A. Dudy jest przewalutowanie kredytów hipotecznych nominowanych we frankach na złote po kursie z dnia udzielenia kredytu, co zgodnie w szacunkami KNF wiązałyby się z kosztami na poziomie ok. 45-55 mld zł. Zgodnie z raportem KNF przewalutowanie kredytów spowodowałyby w przypadku niektórych banków istotne obniżenie współczynnika wypłacalności (nawet poniżej 8% wymaganych prawem bankowym). Można oczekiwać, że straty te zostałyby pokryte przez właścicieli banków (dokapitalizowanie). Jednocześnie operacja przewalutowania przyczyniłaby się najprawdopodobniej do wyraźnego zmniejszenia akcji kredytowej w Polsce, co miałyby negatywny wpływ na krajowy wzrost gospodarczy.

Wśród działań mających na celu zwiększenie dochodów budżetowych A. Duda proponuje wprowadzenie podatku bankowego od wysokości sumy bilansowej banków. Przy założeniu stawki podatku na poziomie 0,39% (taką wysokość proponował PiS w projekcie ustawy w 2010 r.) oznacza to wzrost przychodów do budżetu państwa o ok. 6 mld zł. Kolejnym działaniem zwiększającym wpływy do budżetu byłoby nałożenie podatku obrotowego dla sieci handlowych. Dla stawki podatku równej 1% (proponowanej przez PiS w 2011 r.) wpływy do budżetu zwiększyłyby się o 1 mld zł.

W postulatach proponowanych przez A. Dudę widoczna jest zatem duża dysproporcja pomiędzy planowanym zwiększeniem wydatków z budżetu państwa i wzrostem wpływów do budżetu. Realizacja takich obietnic wyborczych przez wybrany jesienią rząd wiązałyby się z silnym rozluźnieniem polityki fiskalnej, co oznaczałoby ponowne objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu oraz ryzyko wstrzymania wypłaty środków unijnych. Dlatego uważamy, że nowy rząd będzie miał niewielkie pole manewru w polityce fiskalnej, a ewentualne zmiany w tej polityce będą skutkować wzrostem fiskalizmu (udziału dochodów i wydatków sektora finansów publicznych w PKB), a nie deficytu tego sektora.

Naszym zdaniem wstępne wyniki drugiej tury wyborów prezydenckich i wynikające z nich wysokie prawdopodobieństwo znaczących zmian na scenie politycznej po jesiennych wyborach parlamentarnych sygnalizują wzrost ryzyka politycznego i niepewności dotyczącej kształtu polityki fiskalnej i pieniężnej w średnim okresie. Naszym zdaniem oznaczają one również spadek prawdopodobieństwa podniesienia ratingu Polski w najbliższych kwartałach. W konsekwencji, wymienione czynniki będą w najbliższych miesiącach oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji. Dostrzegamy zatem istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy kursu EURPLN w IV kw. (4,08 na koniec br.).

Wzrost ryzyka politycznego negatywny dla złotego

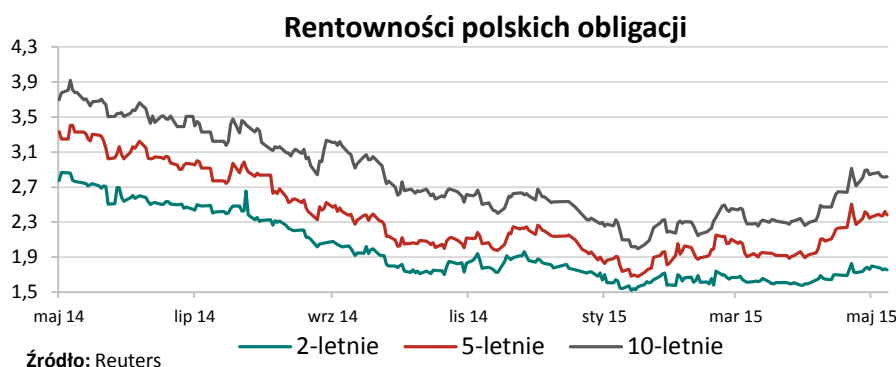


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1030 (osłabienie złotego o 1,6%). W poniedziałek mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego wraz z innymi walutami regionu. We wtorek rano miał miejsce wyraźny spadek kursu EURPLN (o prawie 4 gr.) po wypowiedzi greckiego ministra pracy P. Skourletisa, zgodnie z którą w najbliższym czasie grecki rząd

wypracuje porozumienie dotyczące reform. W dalszej części dnia złoty tracił na wartości, a w kierunku jego deprecjacji oddziaływały lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. W środę doszło do osłabienia złotego w reakcji na wyraźnie gorsze od konsensusu rynkowego dane nt. produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce. W czwartek i w piątek deprecjacja polskiej waluty była kontynuowana mimo słabszych od oczekiwań danych nt. koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.

W pierwszej części tygodnia złoty może tracić na wartości w wyniku wzrostu ryzyka politycznego po zwycięstwie A. Dudy w wyborach prezydenckich, na które wskazały wyniki sondażu *exit poll* przeprowadzonego przez Ipsos (patrz wyżej). W kierunku podwyższonej zmienności złotego mogą oddziaływać również liczne dane z USA (zamówienia na dobra trwałe, drugi szacunek PKB, sprzedaż nowych domów, indeks ufności konsumenckiej Conference Board oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Finalny szacunek polskiego PKB nie spotka się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

Wyniki wyborów prezydenckich mogą podbić rentowności obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,754 (spadek o 4pb), obligacji 5-letnich wzrosły do poziomu 2,38 (wzrost o 2pb), a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 2,82 (spadek o 3pb). W poniedziałek ceny polskich obligacji spadały, podobnie jak ceny długu innych krajów regionu. We wtorek

na otwarciu rentowności obligacji były niższe w porównaniu do poniedziałkowego zamknięcia, co spowodowane było wypowiedzią greckiego ministra pracy P. Skourletisa, zgodnie z którą w najbliższym czasie grecki rząd wypracuje porozumienie dotyczące reform. Niemniej jednak po południu ceny polskiego długu spadały w reakcji na lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. W środę doszło do spadku rentowności polskich obligacji w reakcji na słabsze od konsensusu dane nt. produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce. W czwartek miała miejsce aukcja polskiego długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2- i 5- letnich terminach zapadalności za 4,06 mld zł przy popycie równym 4,11 mld zł. Aukcja nie spotkała się ze znaczącą reakcją rynku. W piątek rentowności polskich obligacji rosły w ślad za amerykańskimi obligacjami.

W pierwszej części tygodnia możemy mieć do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji w reakcji na sondażowe wyniki II tury wyborów prezydenckich wskazujące na zwycięstwo A. Dudy. Czynnikiem oddziałującym w kierunku podwyższonej zmienności polskiego rynku długu mogą być również liczne odczyty z USA (zamówienia na dobra trwałe, drugi szacunek PKB, sprzedaż nowych domów, indeks ufności konsumenckiej Conference Board oraz finały indeks Uniwersytetu Michigan). Finały odczyt polskiego PKB będzie naszym zdaniem neutralny dla 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	4,10
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	3,72
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	3,95
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	0,3	
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	2,3	
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	-2,6	
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	-1,5	
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	3,7	
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	1,1	
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	11,2	
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**
Wtorek 26.05.2015r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Kwiecień	11,7	11,2	11,2
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	4,7	0,1	-1,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Marzec	0,9		0,8
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	481	506	515
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Maj	-3,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	95,2	98,0	96,1
Czwartek 28.05.2015r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Maj	0,30		0,33
Piątek 29.05.2015r.						
10:00	Polska	PKB (% r/r)	I kw.	3,5	3,5	3,5
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	4,6		4,9
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	I kw.	0,2	-0,8	-0,7
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Maj	52,3		53,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	88,6	92,0	93,3

* 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