

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Rezerwa Federalna utrzyma status quo w polityce pieniężnej. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie marcowa projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że ścieżki dynamiki PKB i bezrobocia zostaną w niej obniżone w porównaniu do grudniowej projekcji. Z kolei prognozowana inflacja zostanie naszym zdaniem lekko zrewidowana w górę. Uważamy, że Prezes FED, J. Yellen zaznaczy, że stopniowe podwyżki stóp procentowych w tym roku są wciąż najbardziej prawdopodobnym kierunkiem zmian w polityce pieniężnej. Jednakże ze względu na podwyższoną zmienność na rynkach finansowych, pogorszenie koniunktury w Chinach, spadek cen surowców oraz spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA uważamy, że zaprezentowana w marcowej projekcji mediana oczekiwań członków FED dotyczących poziomu stopy procentowej na koniec 2016 r. zostanie obniżona o 25-50 pb w porównaniu do grudniowej projekcji (1,375%). Będzie to odpowiadać łącznej skali podwyżek stóp procentowych o 50-75 pb w br. Wypowiedzi J. Yellen na konferencji po posiedzeniu oraz wyniki projekcji potwierdzające bardziej jastrzębie od oczekiwań rynków (podwyżka stóp o 25 pb w br.) nastawienie FED będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa zmniejszyła się w lutym o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,9% w styczniu, co związane było z niższą dynamiką produkcji w kategorii „dostawa mediów”. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,3% m/m w lutym wobec wzrostu o 0,2% w styczniu, co wynikało ze spadku cen paliw. Trwałość żywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą wzrosty liczby rozpoczętych budów domów (1150 tys. w lutym wobec 1099 tys. w styczniu) oraz pozwoleń na budowę (1219 tys. wobec 1205 tys.). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik NY Empire State zwiększył się w marcu do -9,0 pkt. z -16,6 pkt. w lutym, z kolei indeks Philadelphia FED wzrósł w marcu do -1,8 pkt. z -2,8 pkt. w lutym. Dodatkowo wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże najprawdopodobniej na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych w marcu (92,4 pkt. z 91,7 pkt. w lutym). Oczekujemy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynek finansowy będzie ograniczony, gdyż pozostaną one w cieniu środowego posiedzenia FOMC.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane o lutowej inflacji w Polsce.** Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany odczyt inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła -0,7% r/r. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami rynku, a tym samym publikacja danych nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i rynek długu.
- **We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do +952 mln EUR wobec -410 mln EUR w grudniu ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda na rachunku obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 12,1% r/r w grudniu do 2,4% w styczniu, a tempo wzrostu importu spadło z 3,8% r/r do -0,1%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym wskazujące na znaczącą i wyższą od oczekiwań rynkowych (392 mln EUR) nadwyżkę mogą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego.
- **W środę poznamy lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że tempo wzrostu zatrudnienia nie zmieniło się w stosunku do stycznia i wyniosło 2,3% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się w lutym do 3,9% r/r wobec 4,0% w styczniu. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- **W czwartek opublikowane zostaną krajowe dane o lutowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 5,9% r/r w lutym wobec 1,4% w styczniu, a nominalne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej wzrosło do 3,0% r/r wobec 0,9%. Zwiększenie dynamik produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej było spowodowane głównie korzystną różnicą liczby dni roboczych. Uważamy, że publikacja danych wskazujących na przyspieszenie produkcji przemysłowej (powyżej oczekiwań rynkowych) i sprzedaży detalicznej w lutym będzie lekko pozytywna dla złotego i negatywna dla cen krajowego długu.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie EBC, na którym podjęto decyzję o dalszym łagodzeniu polityki monetarnej w strefie euro.** Rada Prezesów EBC obniżyła stopy procentowe: refinansową o 5 pb do 0,0%, depozytową o 10 pb do -0,40% oraz kredytu w banku centralnym o 5 bp do 0,25%. Jednocześnie od kwietnia br. miesięczna skala programu luzowania ilościowego zostanie zwiększona o 20 mld EUR do 80 mld EUR. Dodatkowo lista aktywów będących przedmiotem skupu w ramach programu luzowania ilościowego zostanie poszerzona o nominowane w euro obligacje wyemitowane przez korporacje założone w strefie euro, niezwiązane z sektorem bankowym. Co więcej, w czerwcu br. rozpocznie się nowy program TLTRO (targeted longer-term refinancing operations). Będzie on obejmował cztery transze o 4-letnich terminach zapadalności i minimalnym oprocentowaniu równym stopie depozytowej (przy spełnieniu warunków dotyczących zwiększenia akcji kredytowej). Oznacza to, że oprocentowanie operacji TLTRO będzie ujemne. Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu przedstawione zostały również nowe projekcje ekonomiczne EBC. Zgodnie z marcową projekcją wzrost PKB w strefie euro wyniesie w 2016 r. 1,4% (wobec 1,7% w grudniowej projekcji), 1,7% w 2017 r. (1,9%) i 1,8% w 2018 r. Z kolei inflacja w strefie euro ukształtuje się w 2016 r. na poziomie 0,1% (1,0%), 1,3% w 2017 r. (1,6%) i 1,6% w 2018 r. Oznacza to, że w przypadku realizacji przedstawionych wyżej prognoz inflacja w strefie euro będzie zbliżona do celu inflacyjnego EBC (nieznacznie poniżej 2,0%) dopiero w II poł. 2018 r. Na konferencji po posiedzeniu prezes EBC M. Draghi powiedział, że biorąc pod uwagę zastosowane narzędzia nie oczekuje on aby konieczne były kolejne obniżki stóp procentowych, co doprowadziło do umocnienia euro względem dolara. W naszej ocenie, w komunikacie po ubiegłotygodniowym posiedzeniu można było zaobserwować zmianę sposobu oddziaływania polityki pieniężnej EBC na sytuację makroekonomiczną w strefie euro. W mniejszym stopniu jest ona skoncentrowana na kursie walutowym, natomiast większa waga przykładana jest do łagodzenia warunków kredytowych. Oczekujemy, że narzędzia zastosowane przez EBC przyczynią się w średnim okresie do zwiększenia inflacji oraz tempa wzrostu gospodarczego. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w najbliższej przyszłości EBC utrzyma status quo w polityce pieniężnej.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** RPP podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Jednocześnie wyraźnie silniej niż w komunikacie lutym zaakcentowane zostało ryzyko pogorszenia koniunktury na świecie jako główne źródło niepewności dla polskiej gospodarki. Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu opublikowane zostały wyniki marcowej projekcji inflacji NBP. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami obniżona została w niej ścieżka inflacji, z kolei tempo wzrostu gospodarczego zrewidowano w górę. Wyniki projekcji wskazują, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się na poziomie znacząco niższym od celu inflacyjnego RPP (2,5%) i nie osiągnie go przed 2019 r. (por. MAKROpuls z 11.03.2015). Na konferencji po posiedzeniu prezes NBP stwierdził, że

stabilizacja stóp procentowych jest obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, a w ocenie Rady obniżka stóp nie doprowadziłaby do zmniejszenia oprocentowania kredytów. Nie wykluczył on jednak łagodzenia polityki monetarnej w przypadku pogorszenia koniunktury. W ubiegłotygodniowym posiedzeniu wzięło udział siedmiu nowych członków RPP. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą spowolnienie wzrostu gospodarczego w I poł. br. i wydłużenie okresu oczekiwanej deflacji, oddziałującej w kierunku obniżenia dochodów budżetowych, skłonią RPP do obniżenia stóp procentowych o 50 pb na posiedzeniu w lipcu br.

- ✔ **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w IV kw. ub. r. nie zmieniło się w stosunku do III kw. i wyniosło 0,3%.** W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływał niższy wkład konsumpcji prywatnej (0,1pp. w IV kw. wobec 0,3 pp. w III kw.) oraz zapasów (0,1 pp. wobec 0,3 pp.). Przeciwny efekt miały wyższe kontrybucje inwestycji (0,3 pp. w IV kw. wobec 0,1 pp. w III kw.) oraz eksportu netto (-0,3 pp. wobec -0,4 pp.). Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w I kw. br. zwiększy się do 0,4%. Ryzyko w dół dla naszej prognozy stanowią lutowe wyniki badań koniunktury dla obszaru wspólnej waluty (por. MAKROmapa z 29.03.2016).
- ✔ **Produkcja przemysłowa w Niemczech zwiększyła się w styczniu o 3,3% m/m wobec spadku o 0,3% w grudniu ub. r.** Wzrost wynikał z wyższych dynamik we wszystkich jej kategoriach (przetwórstwo, energetyka, budownictwo). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego nadwyżka w styczniu obniżyła się do 18,85 mld EUR wobec 20,32 mld EUR w grudniu ub. r. Pogorszenie salda miało miejsce przy jednoczesnym wzroście dynamiki eksportu (-0,5% m/m styczniu wobec -0,7% w grudniu) oraz importu (1,2% wobec -1,6%). Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zwiększy się z 0,3% w IV kw. ub. r. do 0,4% (z ryzykiem w dół) w I kw.
- ✔ **Saldo chińskiego bilansu handlu zagranicznego zmniejszyło się w lutym do 32,6 mld USD wobec 63,3 mld USD w styczniu.** Pogorszenie salda miało miejsce przy silnym spadku dynamiki eksportu (-25,4% r/r w lutym wobec -11,2% w styczniu) oraz wzroście dynamiki importu (-13,8% r/r w lutym wobec -18,8% w styczniu). Dane wskazują tym samym na poprawę popytu wewnętrznego w Chinach przy jednoczesnym pogorszeniu koniunktury w światowej gospodarce. Podtrzymujemy prognozę, że PKB w Chinach wzrośnie w 2016 r. o 6,5% wobec 6,9% w 2015 r., co jest spójne z celem dla rocznego tempa wzrostu chińskiego PKB w 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%” ustalonym dwa tygodnie temu podczas Narodowego Kongresu Ludowego w Chinach (por. MAKROmapa z 07.03.2016).

Czy Brexit spowolni wzrost gospodarczy w Polsce?

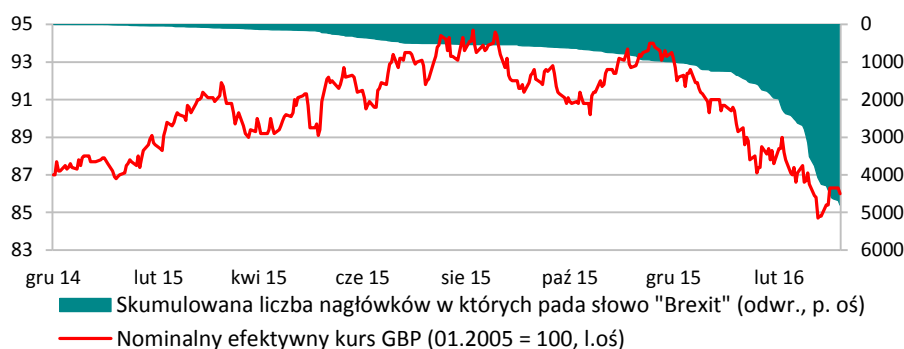
W czerwcu br. odbędzie się referendum nt. członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej. Przeprowadzone w ostatnich tygodniach sondaże wśród Brytyjczyków nie dają jednoznacznej odpowiedzi jaki będzie najbardziej prawdopodobny wynik głosowania. Według badań ankietowych ok. 40% respondentów wybierze pozostanie Wielkiej Brytanii w UE, podczas gdy taki sam odsetek opowiada się za jej wyjściem (tzw. Brexit). Niepewność co do wyniku potęguje fakt, iż wciąż około jedna piąta respondentów jest niezdecydowana. Naszym scenariuszem bazowym jest pozostanie Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej. Głównym argumentem wspierającym naszą ocenę jest podpisane w lutym porozumienie, które zawiera duże ustępstwa ze strony Komisji Europejskiej względem Wielkiej Brytanii – wypracowany konsensus w dużym stopniu uwzględnił zgłaszane przez ten kraj kwestie sporne (m.in. ograniczenie świadczeń socjalnych dla imigrantów, zmniejszenie integracji politycznej, większa suwerenność). W świetle zawartego porozumienia, wyjście z UE dawałoby Wielkiej Brytanii niewiele większą swobodę w zakresie politycznym i gospodarczym, wiązałoby się jednak jednocześnie z ryzykiem spowolnienia wzrostu gospodarczego w średnim okresie wynikającym m.in. ze zwiększenia barier handlowych oraz zmniejszonego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Nie można

jednak wykluczyć realizacji scenariusza alternatywnego, w którym w czerwcowym referendum zostanie podjęta decyzja o wyjściu Wielkiej Brytanii z UE. Celem poniższej analizy jest przedstawienie krótkookresowego wpływu tego zdarzenia.

Według art. 50 Traktatu Lizbońskiego opuszczenie UE przez dany kraj (zgodnie ze swoimi wymogami konstytucyjnymi) jest dobrowolne. Państwo członkowskie, które podjęło decyzję o wystąpieniu, notyfikuje Radę Europejską. W świetle wytycznych Rady Europejskiej, UE prowadzi negocjacje i zawiera z tym państwem umowę określającą warunki jego wystąpienia, uwzględniając ramy jego przyszłych stosunków z UE. Traktaty unijne przestają mieć zastosowanie do tego państwa od dnia wejścia w życie umowy o jego wystąpieniu lub w przypadku jej braku, dwa lata po notyfikacji o zamiarze wystąpienia z UE. Okres ten może zostać wydłużony jeśli Rada Europejska w porozumieniu z danym państwem członkowskim podejmie jednomyślnie taką decyzję. Do momentu opuszczenia UE przez dane państwo lub do momentu zakończenia ww. negocjacji, traktaty o funkcjonowaniu UE ciągle mają zastosowanie do tego państwa.

Zgodnie z wypowiedzią Premiera Wielkiej Brytanii, D. Camerona ewentualne działania prawne zmierzające do wyjścia Wielkiej Brytanii z UE zostałyby podjęte niezwłocznie po rozstrzygnięciu czerwcowego referendum wskazującego na Brexit. Uważamy, że ustalenie warunków umowy określającej warunki wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE jest skomplikowanym procesem, którego ukończenie najprawdopodobniej nie będzie możliwe w ciągu dwóch lat. Oznacza to, że Traktaty Unijne, w tym regulacje prawne pozwalające na swobodny przepływ osób, towarów, usług i kapitału pomiędzy krajami UE będą obowiązywać Wielką Brytanię jeszcze przez kilka lat od ewentualnego podjęcia decyzji o Brexit w czerwcowym referendum.

W efekcie w krótkim okresie po ogłoszeniu wyniku referendum wskazującego na Brexit nie oczekujemy gwałtownego załamania relacji biznesowych Polski z Wielką Brytanią. Uważamy, że obecne relacje polskich firm z kontrahentami z Wielkiej Brytanii nie ulegną szybkiemu ograniczeniu. Niemniej jednak po podjęciu decyzji o Brexit, ze względu na dużą niepewność dotyczącą kształtowania się relacji handlowych pomiędzy Polską i Wielką Brytanią w długim okresie, w tym w szczególności możliwości wynegocjowania nowych porozumień handlowych, proces nawiązywania nowych kontaktów biznesowych lub napływu nowych inwestycji zagranicznych może przebiegać wolniej.



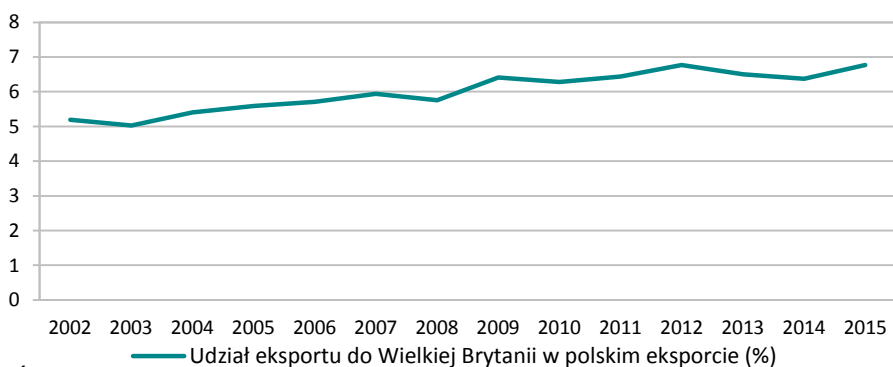
Źródło: Crédit Agricole Corporate and Investment Bank

Wyjście Wielkiej Brytanii z UE może mieć potencjalnie duży wpływ na sytuację na rynku walutowym. Brexit może nasilić oczekiwania rynków na ograniczenie napływu BIZ i inwestycji portfelowych do Wielkiej Brytanii, co oddziaływałoby w kierunku osłabienia kursu funta wobec euro. Część tego ryzyka została już zdyskontowana przez rynki – od listopada ub. r. można było

zaobserwować spadek efektywnego nominalnego kursu funta. Co więcej, osłabienie kursu funta było silniejsze niż wynikałoby ze spadku spreadu pomiędzy krótkookresowymi stopami procentowymi w Wielkiej Brytanii i na innych rynkach. Deprecjacja kursu funta była spójna czasowo z nasileniem napływu informacji o możliwości wyjścia Wielkiej Brytanii z UE mierzonym przez skumulowaną liczbę nagłówków zawierających słowo „Brexit” w ramach depesz agencji prasowej Bloomberg (por. wykres).

Pomimo częściowo wycenianego przez rynki ryzyka Brexit uważamy, że w przypadku materializacji tego scenariusza istnieje dalszy potencjał do deprecjacji funta. Wyjście Wielkiej Brytanii z UE będzie bowiem

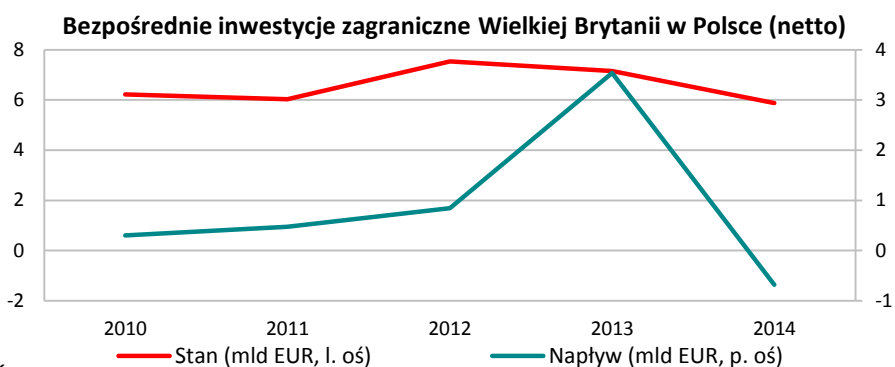
oddziaływało w kierunku obniżenia jej potencjalnego wzrostu gospodarczego, co będzie prowadziło do spadku fundamentalnego kursu równowagi funta. Zgodnie z szacunkami ekonomistów grupy Crédit Agricole Corporate and Investment Bank potencjał do dalszego osłabienia kursu funta wobec euro i dolara względem obecnych poziomów oceniany jest na ok. 15%. Taka skala deprecjacji została oszacowana za pomocą behawioralnego modelu kursu równowagi przy uwzględnieniu osłabienia brytyjskiej waluty w skali podobnej do tej jaka miała miejsce przy wycofaniu funta z mechanizmu ERM w 1992 r. W naszej ocenie Brexit skutkowałby również wzrostem globalnej awersji do ryzyka, co miałoby negatywny wpływ na kursy walutowe rynków wschodzących (w tym złotego) oraz oddziaływałoby w kierunku wzrostu ich zmienności. W naszej ocenie skala potencjalnego osłabienia złotego względem euro (ok. 5%) byłaby mniejsza niż w przypadku kursu funta wobec euro, co oznacza, że funt osłabiłby się wobec złotego (spadek kursu GBPPLN o ok. 10%). Ryzyko w górę dla skali wzrostu kursu EURPLN i GBPPLN stanowi możliwość obniżki ratingu Polski przez agencję Moody's w ramach oceny zaplanowanej na maj br.



Źródło: Eurostat

Umocnienie złotego wobec funta zmniejszyłoby opłacalność cenową polskiego eksportu do Wielkiej Brytanii. Na podstawie wyników naszego kwartalnego, ekonometrycznego modelu prognostycznego szacujemy, że spadek kursu GBPPLN o 10% skutkowałby obniżeniem eksportu do Wielkiej Brytanii o 1%. Wielka Brytania jest drugim, po

Niemczech największym odbiorcą polskiego eksportu – jej udział w całkowitym polskim eksporcie wyniósł 6,8% w ub. r. Zgodnie z naszymi obliczeniami spadek eksportu z Polski do Wielkiej Brytanii o 1% oddziałuje w kierunku obniżenia PKB Polski o ok. 0,04%. Szacunek ten jest obarczony dużą niepewnością związaną z brakiem uwzględnienia efektów mnożnikowych oraz możliwością spadku dynamiki polskiego importu, który mógłby towarzyszyć materializacji Brexit. Ograniczenie popytu z Wielkiej Brytanii najprawdopodobniej zostałoby jednak zminimalizowane przez geograficzną reorientację polskiego eksportu na inne rynki np. do strefy euro, co byłoby wspierane przez osłabienie kursu złotego względem euro. Niemniej jednak polskie firmy, których głównym rynkiem zbytu jest Wielka Brytania, miałyby do czynienia z wyraźnym zmniejszeniem sprzedaży.



Źródło: NBP

Zgodnie z wynikami badań empirycznych ryzyko polityczne i/lub makroekonomiczne, jak również wzrost barier handlu oddziałują w kierunku zmniejszenia napływu BIZ. Tym samym ze względu na podwyższoną niepewność dotyczącą dalszych zasad współpracy Wielkiej Brytanii z państwami UE (w tym z Polską) część firm brytyjskich mogłaby

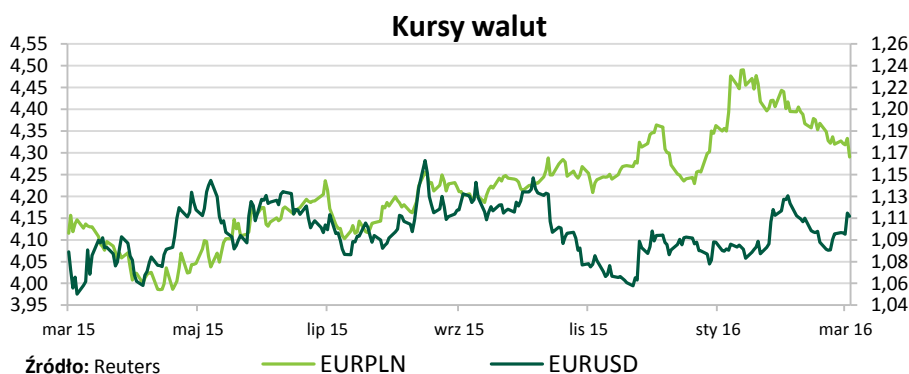
podjąć decyzję o ograniczeniu BIZ w Polsce. Biorąc pod uwagę historyczne tendencje zakładamy, że w przypadku pozostania Wielkiej Brytanii w UE, stan brytyjskich BIZ w Polsce rósłby w latach 2016-2017 w tempie równym ok. 10% rocznie. BIZ to inwestycje długoterminowe, z których trudno jest się wycofać w ciągu analizowanego przez nas krótkiego horyzontu czasowego. Ponadto uważamy, że ze względu na utrzymanie status quo w relacjach Polska-Wielka Brytania przynajmniej w ciągu najbliższych lat

(obowiązywanie Traktatów Unijnych) brytyjskie firmy nie będą podejmowały decyzji o szybkiej sprzedaży już obecnych aktywów trwałych w Polsce. Można jednak oczekiwać, że realistycznym wariantem jest brak napływu nowych BIZ z Wielkiej Brytanii do Polski, ze względu na podwyższoną niepewność dotyczącą stosunków handlowych pomiędzy tymi dwoma krajami w długim okresie, co oznaczałoby obniżenie dynamiki PKB o ok. 0,1 pkt. proc. w latach 2016-2017. Dodatkowo można oczekiwać, że mielibyśmy do czynienia z odpływem zysków wypracowywanych przez firmy brytyjskie w Polsce, które w przeciwnym razie zostałyby reinwestowane (obniżenie dynamiki PKB o ok. 0,1 pkt. proc.). Negatywny wpływ tych dwóch czynników na tempo wzrostu PKB wygasłby po roku od Brexit.

Negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce będzie miało również spowolnienie w strefie euro wynikające z Brexit. Wyjście Wielkiej Brytanii z UE, poprzez nasilenie obaw uczestników rynkowych o dalszą dezintegrację UE, zawirowania na rynkach finansowych oraz zmniejszenie wymiany handlowej będzie naszym zdaniem oddziaływało w kierunku spadku dynamiki PKB w strefie euro o ok. 0,1-0,2 pkt. proc. w latach 2016-2017 w porównaniu do scenariusza, gdyby to zdarzenie nie miało miejsca. Szacujemy, że podobnej skali obniżenia tempa wzrostu gospodarczego można byłoby oczekiwać również w Polsce.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, materializacja scenariusza wyjścia Wielkiej Brytanii z UE ryzyka byłaby umiarkowanie negatywna dla wzrostu gospodarczego w Polsce (obniżenie dynamiki PKB o ok. 0,4 pkt. proc. w ciągu roku od tego wydarzenia). Brexit przyczyniłby się również do wzrostu zmienności kursu złotego, jego osłabienia względem euro i umocnienia względem funta. Niemniej jednak biorąc pod uwagę obecny stan wiedzy uwzględniający najnowsze wyniki sondaży, ryzyko Brexit nie stanowi w naszej ocenie przekonującego argumentu na rzecz zmiany naszego średnioterminowego scenariusza makroekonomicznego oraz prognozy kursu EURPLN (por. tabela kwartalna).

Komunikat po posiedzeniu FED może osłabić złotego



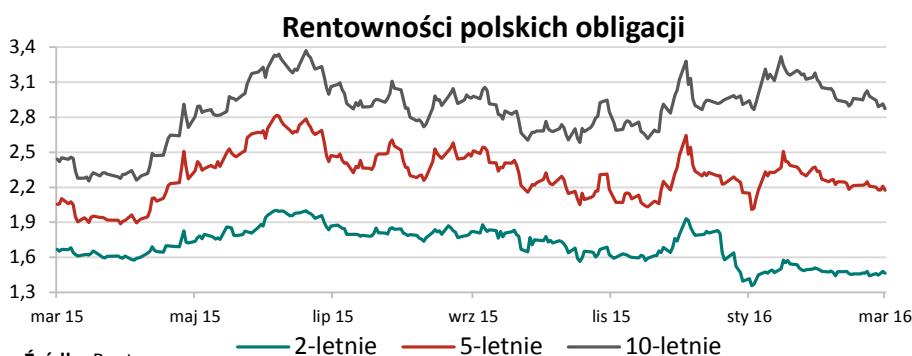
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2907 (umocnienie złotego o 0,7%). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z łagodnym umocnieniem złotego oraz innych walut rynków wschodzących w oczekiwaniu na rozluźnienie polityki monetarnej na czwartkowym posiedzeniu EBC. Wyższa od oczekiwań skala rozluźnienia polityki monetarnej

przez EBC doprowadziła do przejściowej aprecjacji złotego. Niemniej jednak wypowiedź prezesa EBC M. Dragiego na konferencji po posiedzeniu, zgodnie z którą nie oczekuje on aby dalsze obniżki stóp procentowych były konieczne, przyczyniła się do silnego wzrostu kursu EURPLN (osłabienie złotego o ok. 1,3%). W piątek miała miejsce korekta, w wyniku której złoty umocnił się do poziomu poniżej 4,30 za euro.

W tym tygodniu z uwagi na bogaty kalendarz makroekonomiczny oczekujemy podwyższonej zmienności złotego. Najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania jego kursu będzie w naszej ocenie środowe posiedzenie FED. Mimo, iż nie oczekujemy na nim zmian w polityce monetarnej w USA, bardziej jastrzębi od oczekiwań rynków wydzwięk konferencji po posiedzeniu będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Liczne dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, liczba nowych pozwoleń na budowę, indeksy NY Empire State, Philadelphia FED

oraz indeks Uniwersytetu Michigan) pozostaną w naszej ocenie w cieniu posiedzenia FOMC, dlatego ich sumaryczny wpływ na kurs złotego będzie ograniczony. Do umocnienia polskiej waluty może dojść w reakcji na dane polskiego bilansu płatniczego oraz sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Neutralne dla polskiej waluty będą pozostałe krajowe odczyty (inflacja oraz wynagrodzenie i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw).

Posiedzenie FED w centrum uwagi polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,465 (wzrost o 2pb), obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,147 (spadek o 4pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 2,873 (spadek o 11pb). W pierwszej części tygodnia utrzymywał się spadek

rentowności polskich obligacji na środkowym odcinku i długim końcu krzywej dochodowości w oczekiwaniu na łagodzenie polityki monetarnej na czwartkowym posiedzeniu EBC. Wyższa od oczekiwań skala łagodzenia polityki monetarnej w strefie euro doprowadziła do wzrostu cen polskiego długu. Był on jednak przejściowy z uwagi na wypowiedź prezesa EBC M. Draghiego, zgodnie z którą nie oczekuje on aby dalsze obniżki stóp procentowych były konieczne, co doprowadziło do wzrostu rentowności polskich obligacji. W piątek miała miejsce korekta, w wyniku której ceny polskiego długu nieznacznie wzrosły.

W tym tygodniu z uwagi na bogaty kalendarz makroekonomiczny polski rynek długu może charakteryzować się podwyższoną zmiennością. Uważamy, że w centrum jego uwagi będzie śródowe posiedzenie FOMC. Mimo, iż nie oczekujemy zmian w polityce monetarnej FED, ewentualny jastrzębi wydzwięk komunikatu po posiedzeniu może oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Liczne odczyty z USA pozostaną w naszej ocenie w cieniu posiedzenia FOMC dlatego ich zagregowany wpływ na ceny polskiego długu będzie najprawdopodobniej ograniczony. Sumaryczny wpływ czwartkowej publikacji krajowej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej może oddziaływać w kierunku spadku cen polskich obligacji. W przypadku realizacji naszych prognoz neutralne dla cen polskiego długu będą pozostałe krajowe odczyty (inflacja, bilans płatniczy, wynagrodzenie i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

| Wskaźnik | lut 15 | mar 15 | kwi 15 | maj 15 | cze 15 | lip 15 | sie 15 | wrz 15 | paź 15 | lis 15 | gru 15 | sty 16 | lut 16 | mar 16 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa referencyjna NBP* (%) | 2,00 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 |
| Kurs EURPLN* | 4,15 | 4,07 | 4,03 | 4,11 | 4,19 | 4,14 | 4,23 | 4,25 | 4,25 | 4,27 | 4,26 | 4,42 | 4,35 | 4,32 |
| Kurs USDPLN* | 3,71 | 3,80 | 3,59 | 3,74 | 3,76 | 3,77 | 3,77 | 3,80 | 3,86 | 4,04 | 3,92 | 4,08 | 4,00 | 3,87 |
| Kurs CHFPLN* | 3,88 | 3,90 | 3,86 | 3,98 | 4,02 | 3,90 | 3,90 | 3,90 | 3,91 | 3,93 | 3,91 | 3,98 | 4,00 | 3,94 |
| Inflacja CPI (r/r, %) | -1,6 | -1,5 | -1,1 | -0,9 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,5 | -0,7 | -0,7 | -0,7 |
| Inflacja bazowa (r/r, %) | 0,4 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Produkcja przemysłu (r/r, %) | 5,0 | 8,8 | 2,4 | 2,8 | 7,4 | 3,8 | 5,3 | 4,0 | 2,4 | 7,8 | 6,7 | 1,4 | 5,9 | 5,9 |
| Inflacja PPI (r/r, %) | -2,8 | -2,5 | -2,7 | -2,1 | -1,4 | -1,8 | -2,7 | -2,8 | -2,3 | -1,8 | -0,8 | -1,2 | -1,5 | -1,5 |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %) | -1,3 | 3,0 | -1,5 | 1,8 | 3,8 | 1,2 | -0,3 | 0,1 | 0,8 | 3,3 | 4,9 | 0,9 | 3,0 | 3,0 |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %) | 3,2 | 4,9 | 3,7 | 3,2 | 2,5 | 3,3 | 3,4 | 4,1 | 3,3 | 4,0 | 3,1 | 4,0 | 3,9 | 3,9 |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %) | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |
| Stopa bezrobocia rej.* (%) | 11,9 | 11,5 | 11,1 | 10,7 | 10,2 | 10,0 | 9,9 | 9,7 | 9,6 | 9,6 | 9,8 | 10,3 | 10,3 | 10,3 |
| Saldo ROB (mln EUR) | 93 | 1054 | 929 | 928 | -963 | -1110 | -654 | -768 | -163 | 582 | -410 | 952 | 952 | 952 |
| Eksport (r/r, % EUR) | 10,9 | 14,3 | 8,6 | 7,8 | 10,6 | 5,2 | 8,1 | 3,0 | 3,0 | 12,3 | 12,1 | 2,4 | 2,4 | 2,4 |
| Import (r/r, % EUR) | 3,9 | 8,7 | 7,7 | 0,5 | 10,3 | 7,3 | 6,7 | 5,2 | -2,9 | 5,3 | 3,8 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

| Wskaźnik | 2016 | | | | 2017 | | | | 2015 | 2016 | 2017 | |
|------------------------------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | | | | |
| PKB (% r/r) | 3,2 | 3,0 | 2,7 | 2,7 | 3,1 | 3,0 | 3,1 | 3,3 | 3,6 | 2,9 | 3,1 | |
| Konsumpcja (% r/r) | 3,4 | 5,0 | 4,0 | 3,9 | 3,8 | 2,8 | 2,4 | 2,2 | 3,1 | 4,1 | 2,8 | |
| Inwestycje (% r/r) | 2,1 | 3,5 | 3,7 | 3,7 | 4,6 | 4,8 | 5,2 | 5,6 | 6,1 | 3,4 | 5,1 | |
| Eksport (ceny stałe, % r/r) | 4,6 | 4,4 | 4,1 | 2,4 | 5,2 | 5,4 | 5,6 | 5,8 | 6,5 | 3,8 | 5,5 | |
| Import (ceny stałe, % r/r) | 5,7 | 6,0 | 6,1 | 4,0 | 6,7 | 4,5 | 4,8 | 4,9 | 6,0 | 5,4 | 5,2 | |
| Wkłady do wzrostu PKB | Spożycie prywatne (pp.) | 2,1 | 3,0 | 2,4 | 1,9 | 2,4 | 1,7 | 1,4 | 1,1 | 1,8 | 2,4 | 1,6 |
| | Inwestycje (pp.) | 0,3 | 0,6 | 0,7 | 1,0 | 0,6 | 0,9 | 1,0 | 1,6 | 1,2 | 0,7 | 1,1 |
| | Eksport netto (pp.) | -0,4 | -0,6 | -0,9 | -0,6 | -0,5 | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | -0,7 | 0,2 |
| Saldo obrotów bieżących*** | -0,3 | -0,7 | -0,9 | -1,0 | -1,3 | -1,2 | -1,3 | -1,5 | -0,2 | -1,0 | -1,5 | |
| Stopa bezrobocia (%)** | 10,1 | 8,9 | 8,8 | 9,4 | 10,2 | 9,0 | 8,8 | 9,4 | 9,8 | 9,4 | 9,4 | |
| Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r) | 2,1 | 1,4 | 1,0 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,4 | 1,2 | 0,0 | |
| Wynagrodzenia w GN (% r/r) | 3,8 | 4,2 | 4,4 | 4,8 | 4,7 | 4,6 | 4,8 | 4,8 | 3,3 | 4,3 | 4,7 | |
| Inflacja CPI (%)* | -0,7 | -0,6 | -0,5 | 0,3 | 1,0 | 1,5 | 1,3 | 1,3 | -0,9 | -0,3 | 1,2 | |
| Wibor 3-miesięczny (%)** | 1,68 | 1,65 | 1,20 | 1,20 | 1,20 | 1,45 | 1,62 | 1,78 | 1,72 | 1,20 | 1,78 | |
| Stopa referencyjna NBP (%)** | 1,50 | 1,50 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,25 | 1,50 | 1,50 | 1,00 | 1,50 | |
| EURPLN** | 4,32 | 4,40 | 4,35 | 4,30 | 4,30 | 4,20 | 4,20 | 4,15 | 4,26 | 4,30 | 4,15 | |
| USDPLN** | 3,87 | 4,27 | 4,26 | 4,17 | 4,10 | 3,96 | 3,89 | 3,77 | 3,92 | 4,17 | 3,77 | |

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

| GODZINA PUBLIKACJI | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | POPZEDNIA WARTOŚĆ | PROGNOZA* | |
|----------------------------------|---------------|--|----------------|-------------------|-------------|-------------|
| | | | | | CA | RYNEK** |
| Poniedziałek 14.03.2016r. | | | | | | |
| 11:00 | Strefa euro | Produkcja przemysłowa (% m/m) | Styczeń | -1,0 | 1,7 | 1,7 |
| 14:00 | Polska | Podaż pieniądza M3 (% r/r) | Luty | 10,2 | 10,0 | 10,0 |
| Wtorek 15.03.2016r. | | | | | | |
| 13:30 | USA | Sprzedaż detaliczna (% m/m) | Luty | 0,2 | -0,3 | -0,1 |
| 13:30 | USA | Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.) | Marzec | -16,6 | -9,0 | -10,0 |
| 14:00 | Polska | Inflacja CPI (% r/r) | Luty | -0,7 | -0,7 | -0,7 |
| 14:00 | Polska | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €) | Styczeń | -410 | 952 | 395 |
| 15:00 | USA | Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m) | Styczeń | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Środa 16.03.2016r. | | | | | | |
| 13:30 | USA | Liczba rozpoczętych budów (tys.) | Luty | 1099 | 1150 | 1150 |
| 13:30 | USA | Nowe pozwolenia na budowę (tys.) | Luty | 1204 | 1219 | 1200 |
| 13:30 | USA | Inflacja CPI (% m/m) | Luty | 0,0 | -0,3 | -0,2 |
| 13:30 | USA | Inflacja bazowa CPI (% m/m) | Luty | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| 14:00 | Polska | Inflacja bazowa (% r/r) | Luty | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| 14:00 | Polska | Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r) | Luty | 4,0 | 3,9 | 3,8 |
| 14:00 | Polska | Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r) | Luty | 2,3 | 2,3 | 2,4 |
| 14:15 | USA | Produkcja przemysłowa (% m/m) | Luty | 0,9 | -0,2 | -0,3 |
| 14:15 | USA | Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%) | Luty | 77,1 | 76,7 | 76,9 |
| 19:00 | USA | Decyzja o stopach procentowych Fed (%) | Marzec | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Czwartek 17.03.2016r. | | | | | | |
| 9:30 | Szwajcaria | Decyzja o stopach procentowych SNB (%) | I kw. | -0,25 | | |
| 11:00 | Strefa euro | Inflacja HICP (% r/r) | Luty | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| 13:00 | Wlk. Brytania | Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%) | Marzec | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| 13:30 | USA | Indeks Filadelfia Fed (pkt.) | Marzec | -2,8 | -1,8 | -1,5 |
| 14:00 | Polska | Minutes z posiedzenia RPP | Marzec | | | |
| 14:00 | Polska | Sprzedaż detaliczna (% r/r) | Luty | 0,9 | 3,0 | 3,3 |
| 14:00 | Polska | Inflacja PPI (% r/r) | Luty | -1,2 | -1,5 | -1,2 |
| 14:00 | Polska | Produkcja przemysłowa (% r/r) | Luty | 1,4 | 5,9 | 5,5 |
| Piątek 18.03.2016r. | | | | | | |
| 15:00 | USA | Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.) | Marzec | 91,7 | 92,4 | 92,1 |

* 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