

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek ocena ratingu Polski przez agencję Moody's.** Uważamy, że agencja obniży długoterminowy rating Polski o jeden stopień z A2 do A3 i jednocześnie zmieni perspektywę ratingu ze stabilnej na negatywną (patrz poniżej). Prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza oceniamy na 60%. Dopuszczamy również scenariusz alternatywny (prawdopodobieństwo równe 40%), w którym Moody's pozostawi rating Polski na niezmiennym poziomie i jedynie obniży perspektywę ratingu do negatywnej. Oczekiwana przez nas w scenariuszu bazowym decyzja będzie oddziaływała w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, w szczególności na jej długim końcu.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 1,0% m/m w kwietniu wobec spadku o 0,3% w marcu, co wynikało ze wzrostu cen paliw oraz wyższej sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże najprawdopodobniej na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych w maju (89,5 pkt. z 89,0 pkt. w kwietniu). Naszym zdaniem sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W piątek opublikowane zostaną wstępne odczyty PKB w najważniejszych gospodarkach Europy.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro wzrosła w I kw. br. do 0,6% z 0,3% w IV kw. ub. (1,6% r/r w IV i I kw.). W Niemczech tempo wzrostu gospodarczego w I kw. zwiększyło się najprawdopodobniej do 0,4% kw/kw z 0,3% w IV kw. Publikacja danych o PKB w strefie euro i Niemczech nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i polski rynek długu.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane o kwietniowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że finalny odczyt będzie zgodny ze wstępnym szacunkiem – spadek do -1,1% r/r z -0,9% w marcu. Naszym zdaniem do spadku inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen nośników energii (obniżka cen gazu), żywności i obniżenie inflacji bazowej (-0,2% r/r wobec -0,1% w marcu). Oczekujemy, że publikacja finalnego odczytu inflacji będzie neutralna dla rynków.
- **W piątek poznamy wstępny odczyt PKB w Polsce w I kw. br.** Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB zmniejszyło się do 3,2% r/r z 4,3% w IV kw. ub. r. W kierunku spowolnienia wzrostu PKB oddziaływały niższe wkłady inwestycji i eksportu netto. Realizacja naszej prognozy, niższej od oczekiwań rynku (3,4%) może oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną również dane nt. polskiego bilansu płatniczego w marcu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 26 mln EUR w wobec 383 mln EUR w lutym. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 4,9% r/r w lutym do -0,1% w marcu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 6,5% r/r do 1,5%. Jednoczesne obniżenie tempa wzrostu eksportu oraz importu było związane z oddziaływaniem efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Materializacja naszej prognozy zakładającej niższy od konsensusu (+334 mln EUR) odczyt salda obrotów na rachunku bieżącym będzie oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego.

W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w kwietniu o 160 tys. wobec 208 tys. w marcu (rewizja w dół z 215 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w usługach biznesowych (+65,0 tys.), oświacie i służbie zdrowia (+54,0 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+22,0 tys.). Z kolei zatrudnienie zostało zredukowane w działach: górnictwo i wycinka drzew (-3,0 tys.),

handel detaliczny (-3,1 tys.) oraz w sektorze publicznym (-11,0 tys.). Stopa bezrobocia w kwietniu nie zmieniła się w porównaniu do marca i wyniosła 5,0%, kształtując się nieznacznie powyżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,8% - por. MAKROmapa z 21.03.2016). Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się do 2,5% w kwietniu wobec 2,3% w marcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w kwietniu do 50,8 pkt. wobec 51,8 pkt. w marcu. W kierunku spadku wskaźnika oddziaływały niższe wartości 4 z 5 jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, czas dostaw oraz zapasy). Pogorszenie koniunktury wynikało w dużej mierze z osłabienia popytu krajowego, jednocześnie nastąpiło przyspieszenie eksportu. Nieznaczny wzrost odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 55,7 pkt. w kwietniu wobec 54,5 pkt. w marcu. W kierunku zwiększenia wskaźnika oddziaływała wyższa wartość 2 z 4 jego składowych (nowych zamówień oraz zatrudnienia). Ze względu na publikację znacząco niższego od naszych oczekiwań odczytu zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w kwietniu, niedającego wyraźnych sygnałów świadczących o przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w II kw. br. w USA, zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki monetarnej w USA. W naszym scenariuszu nadal zakładamy dwie podwyżki docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej w br. o łącznej skali 50 pb – do poziomu [0,75%; 1,00%] na koniec roku. Oczekujemy, że dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia presji płacowej i powrotu inflacji do celu (2%) w średnim okresie, co skłoni członków FED do kontynuowania normalizacji polityki pieniężnej. Uważamy jednak, że pierwsza podwyżka będzie miała miejsce w lipcu zamiast w czerwcu. Naszym zdaniem, przesunięcie terminu podwyżki stóp procentowych pozwoli członkom FED lepiej ocenić perspektywy makroekonomiczne w USA przed podjęciem decyzji.

✔ **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w kwietniu do 49,4 pkt. wobec 49,7 pkt. w marcu, co jest 14 miesiącem z rzędu, kiedy indeks znajduje się poniżej poziomu 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności.** Zmniejszenie indeksu wynikało z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie oraz zapasy pozycji zakupionych). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny spadek składowej dla nowych zamówień ogółem (o 1,0 pkt.), podczas gdy składowa dla nowych zamówień eksportowych obniżyła się tylko nieznacznie (o 0,1 pkt.). Sygnalizuje to, że głównym źródłem spowolnienia napływu zamówień ogółem w kwietniu było osłabienie popytu krajowego. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. chińskiego bilansu handlowego, którego nadwyżka zwiększyła się w kwietniu do 45,6 mld USD wobec 29,9 mld USD w marcu. Jednocześnie dynamika eksportu odnotowała w kwietniu spadek do -1,8% r/r wobec 11,5% w marcu, podczas gdy dynamika importu zmniejszyła się do -10,9% z -7,6%. Spadek rocznych dynamik eksportu i importu był efektem niższych obrotów handlowych z USA i Unią Europejską. Ubiegłotygodniowe dane z Chin stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym tempo wzrostu PKB w Chinach zmniejszy się do 6,5% w II kw. 2016 r. wobec 6,7% w I kw. 2016 r., a w całym 2016 r. wyniesie 6,5% wobec 6,8% w 2015 r. Oznacza to, że wyznaczony przez chiński rząd cel na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%” zostanie osiągnięty.

✔ **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł do 51,0 pkt. w kwietniu z 53,8 pkt. w marcu.** W ujęciu miesięcznym spadek indeksu PMI w kwietniu (o 2,8 pkt.) był drugim najgłębszym od listopada 2009 r. Tak silne pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie było dużą niespodzianką w świetle odnotowanej w kwietniu wyraźnej poprawy nastrojów w niemieckim przetwórstwie i jedynie niewielkiego ich pogorszenia w strefie euro (por. MAKROmapa z 25.04.2016). Odnotowane w kwietniu pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie miało szeroki zakres – złożył się na nią spadek 4 z 5 wkładów jego składowych (nowe zamówienia, zatrudnienie, bieżąca produkcja i zapasy pozycji zakupionych). W strukturze kwietniowego wskaźnika PMI na szczególną uwagę zasługuje silny spadek składowej dla nowych zamówień do poziomu nieznacznie przekraczającego 50 pkt. (najniżej od września 2014 r.). Silne spowolnienie wzrostu nowych zamówień ogółem przyczyniło się do znaczącego obniżenia

składowej dla bieżącej produkcji, co jest zgodne z naszym scenariuszem przewidującym spowolnienie dynamiki PKB w II kw. do 3,0% r/r wobec 3,2% w I kw.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła w maju stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%). Tonacja komunikatu po posiedzeniu Rady nie uległa zasadniczym zmianom w porównaniu z komunikatem kwietniowym. W ocenie M. Belki dyskusja na ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP nie wskazywała na wyższą niż w kwietniu skłonność Rady do obniżenia stóp procentowych. W jego ocenie gorsze od oczekiwań dane o aktywności gospodarczej w marcu i kwietniowej koniunkturze w przetwórstwie "nie wzmocniły zainteresowania Rady obniżką stóp procentowych". Zgodnie z ubiegłotygodniową informacją prasową, Prezydent RP skieruje do Sejmu wnioski o powołanie Adama Glapińskiego, byłego członka RPP III kadencji, na stanowisko prezesa NBP. Oczekujemy, że wniosek ten zostanie poparty przez sejmową większość i po upływie kadencji M. Belki (10 czerwca br.) A. Glapiński będzie przewodniczył lipcowemu posiedzeniu RPP. Dotychczasowe wypowiedzi A. Glapińskiego wskazywały na jego niską skłonność do łągodzenia polityki monetarnej w warunkach umiarkowanie szybkiego wzrostu gospodarczego mimo pogłębiającej się deflacji. Oczekujemy, że jego nastawienie w polityce pieniężnej będzie miało istotny wpływ na poglądy większości członków RPP, dlatego jego wypowiedzi dotyczące oceny perspektyw polskiej gospodarki i stóp procentowych NBP będą wpływać na notowania kursu złotego i rentowności obligacji. Naszym zdaniem po objęciu przez A. Glapińskiego stanowiska prezesa NBP jego nastawienie w polityce pieniężnej stanie się bardziej gołębie, co jest zgodne z naszym scenariuszem obniżki stóp procentowych w II poł. br. Rewizja naszego scenariusza dotyczącego polityki pieniężnej w USA (patrz powyżej) również stanowi wsparcie dla naszej prognozy stóp procentowych w Polsce.

Co zrobi Moody's ?

Skale ratingowe dla długoterminowego zadłużenia państwowego			
Agencja	S&P	Moody's	Fitch
Inwestycje bezpieczne	AAA	Aaa	AAA
	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
Inwestycje spekulacyjne	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
	CCC+	Caa1	CCC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
	CC	Ca	CC
C	C	C	
D	C	D	

W piątek agencja ratingowa Moody's podejmie decyzję dotyczącą ratingu Polski. Znaczenie tej decyzji jest duże, gdyż ewentualna obniżka ratingu oznaczałaby, że już druga główna agencja ratingowa (po Standard & Poor's) obniżyła w ostatnim czasie ocenę wiarygodności Polski jako dłużnika. Tym samym miałyby ona odpowiednio silniejszy wpływ na percepcję tej wiarygodności przez inwestorów zagranicznych. Poniżej przedstawiamy naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny scenariusz w odniesieniu do piątkowej decyzji Moody's oraz jej implikacje rynkowe.

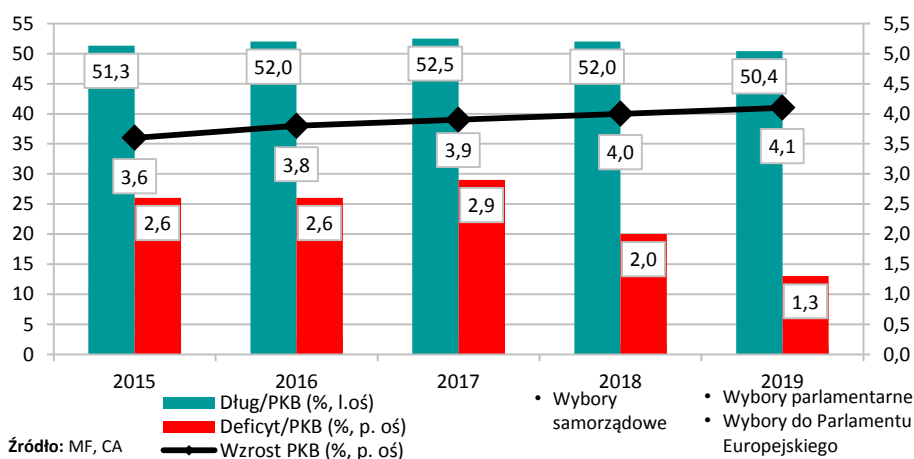
Przeanalizowaliśmy komunikaty agencji Moody's, które zostały opublikowane po ubiegłorocznych wyborach parlamentarnych w Polsce. Bezpośrednio po wyborach agencja zaznaczyła, że ich wynik może być negatywny dla ratingu, gdyż zmniejsza on przewidywalność prowadzonej polityki i może osłabić pozycję Polski jako "bezpiecznej przystani" dla inwestorów. W styczniu br. agencja podkreśliła, że informacje o spodziewanym wyższym deficycie sektora finansów publicznych i poluzowanie reguły fiskalnej (por. MAKROmapa z 7.12.2015) są negatywne dla ratingu Polski. Moody's wskazywał również, że wprowadzenie podatku bankowego, jak również ewentualna implementacja projektu przewalutowania kredytów hipotecznych w zaproponowanej przez Kancelarię Prezydenta formie są negatywne dla ratingu banków w Polsce. W kwietniu agencja dodała, że kryzys wokół Trybunału Konstytucyjnego (TK) zwiększa ryzyko polityczne i może zmniejszać atrakcyjność Polski dla

zagranicznych inwestorów, co jest negatywne dla ratingu kraju. Z powyższych komunikatów płyną trzy wnioski.

Po pierwsze, przy podejmowaniu decyzji o ratingu Polski dla agencji Moody's (podobnie jak dla agencji S&P) istotne znaczenie mają zmiany w otoczeniu instytucjonalnym gospodarki. Wypowiedzi przedstawicieli agencji świadczą, że skala zmian w tym otoczeniu (w szczególności spór wokół TK), która miała miejsce po wyborach parlamentarnych była głęboka i nie była oczekiwana przez Moody's. W efekcie toczący się obecnie spór wokół TK i niskie prawdopodobieństwo jego szybkiego rozwiązania oceniamy jako jednoznacznie negatywne dla ratingu Polski.

Po drugie, agencja akcentowała dużą niepewność związaną z dalszym rozwojem wydarzeń dotyczących przewalutowania kredytów hipotecznych. Agencja uważała, że ustawa zaproponowana w styczniu przez Kancelarię Prezydenta miałaby "znaczące negatywne implikacje dla gospodarki, złotego i ogólnej stabilności systemu finansowego". Zgodnie z szacunkami KNF, w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu całkowite obciążenie banków - z tytułu spreadu (różnica między kursem w banku a kursem NBP) i przewalutowania wynosiłoby 66,9 mld zł. Niemniej jednak, w ocenie agencji, banki prawdopodobnie "poniosą pewne koszty wyeliminowania ryzyka dla kredytobiorców". Zgodnie z zapowiedziami rządu, w najbliższym czasie ma zostać opublikowana nowa propozycja rozwiązania problemu kredytów hipotecznych. Biorąc pod uwagę dużą niepewność dotyczącą ostatecznego kształtu ustawy, jak również terminu jej ewentualnej implementacji, uważamy, że problem przewalutowania kredytów hipotecznych będzie neutralny dla piątkowej decyzji Moody's.

Po trzecie, podczas rewizji ratingu kluczowe będą sygnalizowane przez Moody's obawy o kondycję finansów publicznych, w tym w szczególności średnioterminowe perspektywy kształtowania się deficytu i długu sektora rządowego i samorządowego. W tym kontekście kluczowa jest ocena prawdopodobieństwa realizacji przyjętego przed dwoma tygodniami przez rząd Wieloletniego Planu Finansowego (WPF) na lata 2016-2019. Przedstawione w WPF założenia makroekonomiczne przewidują m.in. wysoką ścieżkę wzrostu gospodarczego (stopniowe zwiększenie z 3,6% w 2015 r. do 4,1% w 2019 r.), której towarzyszy silny spadek stopy bezrobocia BAEL (z 7,5% do 5,5%) i dalszy znaczący wzrost liczby pracujących (łącznie o 2,3% w latach 2016-2019). Ze względu na utrzymujące się w Polsce wysokie bezrobocie strukturalne oraz prognozowany pogłębiający się spadek liczby osób w wieku produkcyjnym w najbliższych latach, założenia dotyczące dalszej znaczącej poprawy sytuacji na rynku pracy uznajemy za mało realistyczne.



Przy powyższych założeniach, WPF przewiduje rozluźnienie polityki fiskalnej w 2016 r. (wzrost deficytu strukturalnego w relacji do PKB do 3,1% z 2,3% w 2015 r.) i utrzymanie go na wysokim poziomie (2,8%) w 2017 r. W latach 2018-2019 przewidywane jest wyraźne zacieśnienie polityki fiskalnej (spadek deficytu strukturalnego do 1,3%). Wątpliwości co do takiej ścieżki deficytu strukturalnego budzi fakt,

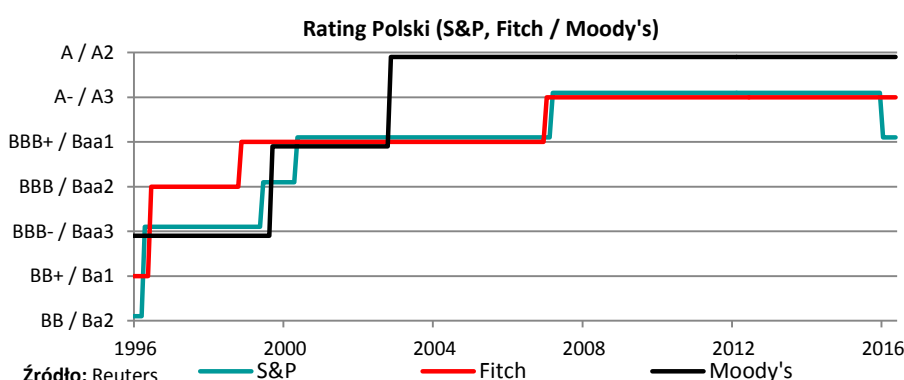
iż planowane przez rząd zacieśnienie polityki fiskalnej nastąpi w okresie trzech kampanii wyborczych (wybory samorządowe, parlamentarne i wybory do Parlamentu Europejskiego).

W WPF wymieniono szereg działań prowadzących do zmniejszenia deficytu strukturalnego w relacji do PKB: ograniczenie wzrostu kosztów administracji publicznej (wpływ na konsolidację równy ok. 0,4 pkt. proc. PKB w latach 2018-2019) i wydatków emerytalno-rentowych (0,5 pkt. proc.), znaczną poprawę

sytuacji dochodowej polskich gospodarstw domowych i w konsekwencji redukcji liczby rodzin korzystających z pomocy społecznej (0,3 pkt. proc.), oszczędności na kosztach obsługi długu (0,1 pkt. proc.) oraz działania uszczelniające system podatkowy (0,8 pkt. proc.). Powyższe oszczędności nie uwzględniają jednak fiskalnych konsekwencji postulowanego przez rząd i prezydenta obniżenia ustawowego wieku emerytalnego. Zgodnie z szacunkami Ministerstwa Finansów spowodowałoby ono zwiększenie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych o 0,5% PKB w latach 2018-2019. Ograniczenie wydatków na administrację publiczną (wiążącą się najprawdopodobniej m.in. z redukcją zatrudnienia urzędników państwowych) jest mało prawdopodobne w czasie wyborów samorządowych i parlamentarnych w latach 2018-2019. Ponadto, doświadczenia międzynarodowe wskazują, że efekty działań uszczelniających system podatkowy realizują się zwykle na poziomie istotnie niższym od prognoz, co oznacza ryzyko w dół dla oczekiwanych przez rząd oszczędności z tego tytułu.

Mimo przedstawionych powyżej działań oszczędnościowych prognozowany deficyt strukturalny w relacji do PKB został podniesiony o 1,0 pkt. proc. w 2017 r. i 0,9 pkt. proc. w 2018 r. w porównaniu do aktualizacji programu konwergencji z 2015 r. Ponadto zakładany w WPF deficyt strukturalny nie osiąga średniookresowego celu budżetowego (1% PKB) w horyzoncie prognozy (w aktualizacji programu konwergencji z 2015 r. jego osiągnięcie było prognozowane w 2019 r.). W efekcie ścieżka długu publicznego została podniesiona o 1,8 pkt. proc. w 2017 r. i 2,9 pkt. proc. w 2018 r. w stosunku do ubiegłorocznego WPF, do odpowiednio 52,5% i 52,0% PKB.

Przy ocenie ratingu Polski w maju 2015 r. agencja Moody's zaznaczyła, że wśród czynników mogących spowodować obniżenie ratingu Polski można wymienić odchylenie od wyznaczonej wcześniej przez rząd ścieżki konsolidacji długu publicznego. Tym samym przedstawione w WPF ścieżki deficytu i długu publicznego, sygnalizujące pogorszenie średnioterminowych perspektyw finansów publicznych, są negatywne dla ratingu Polski. Warto również odnotować, że prognozy deficytu i długu publicznego przygotowane przez agencję Moody's w kwietniu br. zostały również zrewidowane w górę w porównaniu do prognoz z maja 2015 r. Przewidywany w 2016 r. deficyt instytucji sektora rządowego i samorządowego został podniesiony z 2,6% do 3,1% PKB, a dług publiczny z 51,6% do 52,8% PKB. W 2017 r. agencja Moody's przewiduje dalsze pogorszenie sytuacji w finansach publicznych i wzrost powyższych wskaźników do odpowiednio 3,4% i 53,5% PKB.



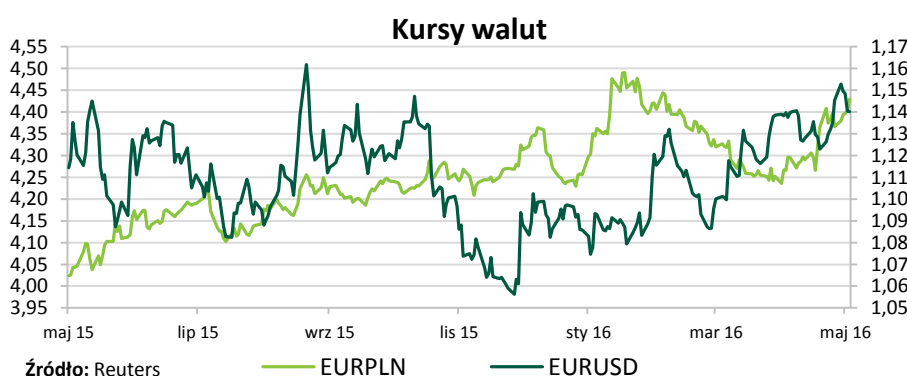
Oczekujemy, że zmiany w otoczeniu instytucjonalnym gospodarki oraz pogorszenie średnioterminowych perspektyw fiskalnych skłonią agencję Moody's do obniżenia długoterminowego ratingu Polski o jeden stopień z A2 do A3 i jednoczesnej zmiany perspektywy ratingu ze stabilnej na negatywną. Prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza oceniamy na 60%.

Dopuszczamy również scenariusz alternatywny (prawdopodobieństwo równe 40%), w którym Moody's pozostawi rating Polski na niezmiennym poziomie i jedynie obniży perspektywę ratingu do negatywnej. Uzasadnieniem takiej decyzji mogłyby być, podobnie jak podczas poprzedniej rewizji ratingu, silne fundamenty polskiej gospodarki (umiarkowanie szybki wzrost przy zachowaniu równowagi makroekonomicznej).

Oczekujemy, że obniżenie ratingu Polski będzie oddziaływało w kierunku zmniejszenia popytu nierezzydentów na polskie obligacje, w tym ze strony banków centralnych i innych instytucji publicznych, które podejmując decyzje o zakupie obligacji rządowych w większym niż fundusze inwestycyjne stopniu

kierują się oceną co najmniej dwóch agencji. Na koniec lutego banki centralne i instytucje publiczne posiadały 37,2 mld zł obligacji nominowanych w złotych, co stanowiło 19,5% zadłużenia Polski w wobec nierezydentów i 6,8% całkowitego zadłużenia Polski w skarbowych papierach wartościowych wyemitowanych na rynku krajowym. Oczekiwana przez nas w scenariuszu bazowym decyzja będzie zatem oddziaływała w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji szczególnie na długim końcu krzywej dochodowości i osłabienia kursu złotego. Ewentualna obniżka ratingu Polski przez agencję Moody's jest już jednak częściowo wyceniana przez rynki finansowe, dlatego reakcja złotego i rentowności obligacji na taką decyzję będzie najprawdopodobniej ograniczona. W przypadku decyzji o zmianie perspektywy ze stabilnej na negatywną oczekujemy wyraźnego umocnienia złotego i spadku rentowności szczególnie na długim końcu krzywej.

■ Piątkowa decyzja Moody's może osłabić złotego

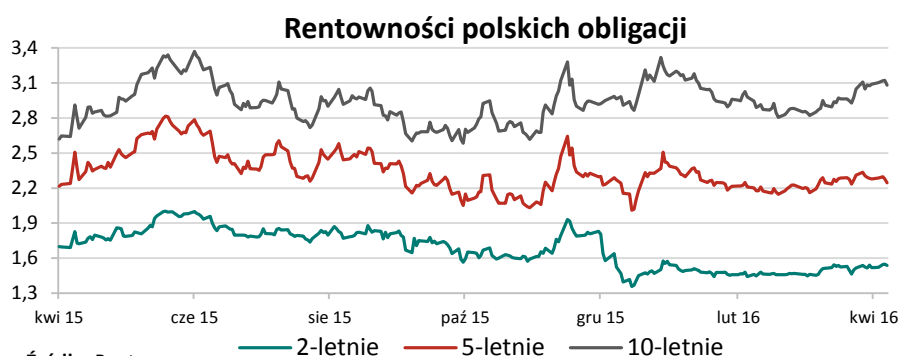


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4299 (osłabienie złotego o 1,4%). Od poniedziałku do piątku, podobnie jak inne waluty rynków wschodzących, złoty tracił na wartości. Przyczyniło się do tego zwiększenie globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlone w spadkach głównych indeksów giełdowych i wzroście indeksu

VIX. W kierunku osłabienia kursu złotego oddziaływało również pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie sygnalizowane przez spadek indeksu PMI oraz upublicznienie listu, w którym minister finansów P. Szałamacha prosił prezesa Trybunału Konstytucyjnego A. Rzeplińskiego o wstrzymanie się od publicznych wypowiedzi przed oceną ratingu Polski przez agencję Moody's. W piątek, po opublikowaniu gorszych od konsensusu danych z rynku pracy w USA doszło do przejściowego umocnienia złotego.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie zaplanowana na piątek ocena ratingu Polski przez agencję Moody's. Uważamy, że agencja obniży długoterminowy rating Polski, co będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego w kolejnym tygodniu (decyzja zostanie ogłoszona najprawdopodobniej po zamknięciu europejskich rynków). Do lekkiej deprecjacji polskiej waluty może również przyczynić się publikacja krajowych danych o PKB. Pozostałe odczyty (PKB w strefie euro i Niemczech, sprzedaż detaliczna w USA i indeks Uniwersytetu Michigan oraz inflacja w Polsce) będą miały ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego.

Rentowności mogą wzrosnąć przed ogłoszeniem ratingu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,538 (wzrost o 2pb), obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,245 (spadek o 3pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 3,08 (spadek o 1pb). Niskiej zmienności cen polskich obligacji w pierwszej połowie

tygodnia sprzyjał długi weekend majowy. Od poniedziałku do czwartku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej znajdowały się w lekkim trendzie wzrostowym wspieranym przez spadek cen długu na rynkach bazowych oraz upublicznienie listu, w którym minister finansów P. Szałamacha prosił prezesa Trybunału Konstytucyjnego A. Rzeplińskiego o wstrzymanie się od publicznych wypowiedzi przed oceną ratingu Polski przez agencję Moody's. W czwartek miała miejsce aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2- i 10- letnich terminach zapadalności za 4,7 mld zł przy popycie równym 7,1 mld zł. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą dochodowości. Piątkowa publikacja gorszych od oczekiwań rynku danych o zatrudnieniu w USA przyczyniła się do spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie zaplanowana na piątek ocena ratingu Polski przez agencję Moody's. Decyzja zostanie opublikowana po zamknięciu rynku w Polsce, a tym samym jej wpływ na ceny obligacji zmaterializuje się w kolejnym tygodniu. Uważamy jednak, że wyceniane w coraz większym stopniu prawdopodobieństwo obniżki ratingu może w najbliższych dniach oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, w szczególności na jej długim końcu. W piątek rano poznamy również wstępny odczyt PKB w Polsce w I kw. br. Realizacja naszej niższej od oczekiwań rynku prognozy może oddziaływać w kierunku lekkiego spadku rentowności polskich obligacji na krótkim końcu krzywej. Publikacja pozostałych danych krajowych i zagranicznych w tym tygodniu będzie neutralna dla rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	1,50
Kurs EURPLN*	4,03	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,40
Kurs USDPLN*	3,59	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,86
Kurs CHFPLN*	3,86	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	4,04
Inflacja CPI (r/r, %)	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,4	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,5	2,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,7	-1,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	2,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	3,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,6	
Saldo ROB (mIn EUR)	929	928	-963	-1174	-574	-608	-216	395	-603	805	-383	-26		
Eksport (r/r, % EUR)	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,9	-0,1		
Import (r/r, % EUR)	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,3	6,5	1,5		

* 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)	3,2	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	5,8	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	6,8	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	6,3	5,4	5,2	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	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	1,1	0,7	1,1
	Eksport netto (pp.)	-0,4	-0,6	-0,9	-0,6	-0,5	0,6	0,4	0,5	0,3	-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 (%)**	10,0	8,7	8,5	9,0	9,9	8,7	8,5	9,0	9,8	9,0	9,0	
Zatrudnienie poza rolnictwem (% 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 (%)*	-0,9	-0,6	-0,5	0,3	1,0	1,5	1,3	1,3	-0,9	-0,3	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	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**	4,24	4,40	4,35	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,73	3,86	3,85	3,84	3,84	3,78	3,78	3,77	3,92	3,84	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 09.05.2016r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	-1,2		0,7
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Maj	5,7		6,1
Wtorek 10.05.2016r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	-4,3	-3,9	-3,8
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	2,3	2,2	2,4
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	-0,5		-0,3
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Marzec	19,8		20,4
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Marzec	-0,5		0,1
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Marzec	-0,2		0,3
Czwartek 12.05.2016r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	-0,8		0,0
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Maj	0,50	0,50	0,50
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	-0,9	-1,1	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	257		270
Piątek 13.05.2016r.						
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,3	0,4	0,6
10:00	Polska	PKB (% r/r)	I kw.	4,3	3,2	3,4
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,3	0,6	0,6
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	I kw.	1,6	1,6	1,6
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Marzec	-383	-26	334
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	9,0	9,7	9,8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Kwiecień	-0,4	1,0	0,7
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Marzec	-0,1	0,1	0,2
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	89,0	89,5	90,0

* 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