

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC.** W zapisie dyskusji znajdują się najprawdopodobniej sformułowania świadczące o wskazywanej przez członków FED dużej niepewności co do dalszego kształtowania się czynników globalnych oraz potrzebie uważnego ich monitorowania w kontekście podejmowanych przez nich decyzji. Oczekujemy również, że opis dyskusji potwierdzi, że preferowana przez członków FED skala zacieśniania polityki pieniężnej w br. to wciąż 50 pb. (tyle samo ile sygnalizowała marcowa projekcja FOMC). Publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, jednak najprawdopodobniej nie dostarczy ona nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz stopniowej normalizacji polityki monetarnej w USA. W naszym zrewidowanym scenariuszu zakładamy dwie podwyżki w 2016 r. (w lipcu i II poł. r.) docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o łącznej skali 50 pb – do poziomu [0,75%; 1,00%] na koniec roku.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w kwietniu o 0,3% m/m wobec spadku o 0,6% w marcu, co było efektem przyspieszenia w przetwórstwie. Trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą wzrosty liczby rozpoczętych budów domów (1126 tys. w kwietniu wobec 1089 tys. w marcu), pozwoleń na budowę (1142 tys. wobec 1076 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,39 mln wobec 5,33 mln). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem indeks Philadelphia FED wzrósł w maju do 2,0 pkt. z -1,6 pkt. w kwietniu, z kolei wskaźnik NY Empire State najprawdopodobniej zmniejszył się w maju do 8,0 pkt. z 9,6 pkt. w kwietniu. Oczekujemy, że odczyty danych z USA pozostaną w cieniu środowowej publikacji *Minutes* z posiedzenia FOMC, a tym samym ich wpływ na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W środę poznamy kwietniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że tempo wzrostu zatrudnienia zwiększyło się do 2,8% r/r z 2,7% w marcu. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrosła w kwietniu do 3,8% r/r wobec 3,3% w marcu (ustąpienie efektu wysokiej bazy sprzed roku). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw potwierdzi silne ożywienie na rynku pracy. Dane te będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rynku długu.
- **W czwartek opublikowane zostaną krajowe dane o kwietniowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji wzrosła do 2,9% r/r w kwietniu wobec 0,5% w marcu, co było efektem przesunięcia terminu świąt Wielkiejnocy względem ub. r. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyło się naszym zdaniem do 2,5% r/r wobec 0,8% (ustąpienie efektu wysokiej bazy sprzed roku). Nasza prognoza dynamiki produkcji obarczona jest ryzykiem w dół związanym z niższym od oczekiwań odczytem indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa w kwietniu (por. MAKROPuls z 02.05.2016). Uważamy, że publikacja niższych od konsensusu danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, sygnalizująca niskie prawdopodobieństwo wyraźnego przyspieszenia wzrostu w II kw, będzie lekko negatywna dla złotego i pozytywna dla cen krajowego długu.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu agencja ratingowa Moody's podjęła decyzję o pozostawieniu długoterminowego ratingu Polski na niezmiennym poziomie (A2).** Jednocześnie perspektywa ratingu została obniżona ze stabilnej do negatywnej (patrz poniżej).
- **Tempo wzrostu polskiego PKB w I kw. br. wyniosło 3,0% r/r wobec 4,3% w IV kw ub. r.** Oczyszczony z wpływu czynników sezonowych PKB spadł w I kw. o 0,1% kw/kw wobec wzrostu o 1,3% w IV kw. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem. Pełne dane o PKB

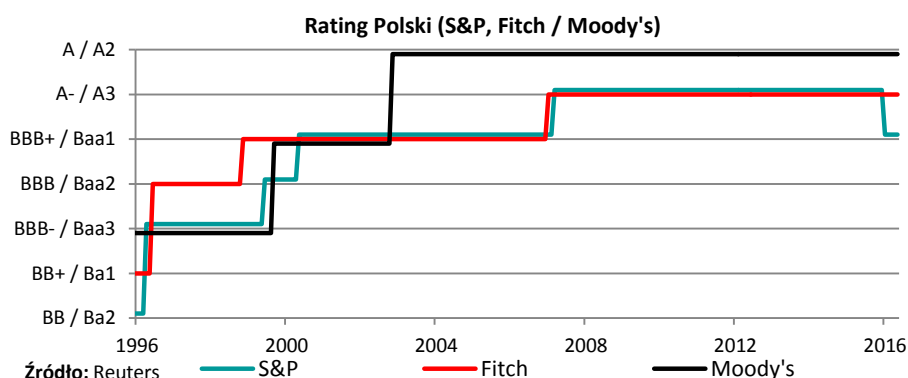
zawierające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec maja. Naszym zdaniem głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku silnego spowolnienia wzrostu PKB w I kw. było silne obniżenie dynamiki inwestycji. Do znaczącego wyhamowania nakładów inwestycyjnych przyczyniły się efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy oraz obniżenie inwestycji publicznych związane ze zmniejszonym wykorzystaniem środków unijnych na początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020 (por. MAKROpuls z 13.05.2016). Dane o PKB są spójne z naszą prognozą wzrostu gospodarczego w całym 2016 r. (2,9% wobec 3,6% w 2015 r.).

- ✔ **Inflacja CPI w Polsce obniżyła się w kwietniu do -1,1% r/r wobec -0,9% w marcu.** W kierunku spadku inflacji (o 0,1 pkt. proc.) oddziaływała niższa dynamika cen w kategorii "nośniki energii" (-3,3% r/r w kwietniu wobec -2,7% w marcu). Jej zmniejszenie wynikało w znacznym stopniu z obniżki cen gazu dla gospodarstw domowych przez PGNiG. Do spadku inflacji przyczyniła się również niższa inflacja bazowa, która wyniosła -0,4% r/r w kwietniu wobec -0,2% w marcu, kształtując się na najniższym poziomie w historii (por. MAKROpuls z 12.05.2016). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało natomiast niższe tempo spadku cen paliw. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do IV kw. br.
- ✔ **W marcu deficyt na rachunku obrotów bieżących w Polsce zmniejszył się do 103 mln EUR wobec deficytu 552 mln EUR w lutym.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów pierwotnych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 246 mln EUR i 225 mln EUR wyższe niż w lutym). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe salda na rachunkach obrotów towarowych i usług (odpowiednio o 12 mln EUR i 10 mln EUR niższe niż w lutym). Dynamika eksportu zmniejszyła się w marcu do -0,1% r/r wobec 4,7% w lutym, a dynamika importu spadła do 1,7% r/r wobec 7,3%. Czynnikiem oddziałującym w kierunku niższego tempa wzrostu eksportu oraz importu była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Szacujemy, że w I kw. 2016 r. relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszyła się do -0,4% wobec -0,2% w IV kw. 2015 r. Prognozujemy, że w całym 2016 r. wyniesie ona -1,0%.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w I kw. do 0,5% wobec 0,4% w IV kw. ub. r. (1,5% r/r w I kw. wobec 1,6% w IV kw.). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała wyższa dynamika wzrostu m.in. w Niemczech (0,7% kw/kw w I kw. wobec 0,3% w IV kw.), Francji (0,5% wobec 0,3%), Włoszech (0,3% wobec 0,2%) oraz Holandii (0,5% wobec 0,3%). Negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB w strefie euro miały natomiast niższe dynamiki PKB m.in. w Grecji (-0,4% kw/kw w I kw. wobec 0,1% w IV kw.) oraz Portugalii (0,1% wobec 0,2%). W Hiszpanii tempo wzrostu PKB w I kw. nie zmieniło się w stosunku do IV kw. i wyniosło 0,8% kw/kw. Prognozujemy, że w 2016 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 1,4% wobec 1,5% w 2015 r.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka handlu zagranicznego zwiększyła się w marcu do 23,6 mld EUR wobec 20,0 mld EUR w lutym. Jednocześnie dynamika eksportu wzrosła w marcu do 1,9% m/m wobec 1,4% w lutym, podczas gdy miesięczne tempo wzrostu importu obniżyło się do -2,3% w lutym wobec 0,1% w lutym. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zamówień w przemyśle, które zwiększyły się w marcu o 1,9% m/m wobec spadku o 0,8% w lutym. Spadek odnotowała miesięczna dynamika produkcji przemysłowej, która wyniosła w marcu -1,3% wobec -0,7% w lutym. Jej obniżenie wynikało z niższego tempa wzrostu produkcji w budownictwie oraz przetwórstwie, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa dynamika produkcji w energetyce.
- ✔ **Dynamika sprzedaży detalicznej w USA zwiększyła się w kwietniu do 1,3% m/m wobec -0,3% w lutym, co było efektem wyższego tempa wzrostu sprzedaży w większości jej działów, w tym w branży motoryzacyjnej.** Po wyłączeniu sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,8% m/m wobec wzrostu o 0,4% w marcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w maju do 95,8 pkt. wobec

89,0 pkt. w kwietniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (90,0 pkt.). W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływał wzrost jego składowych zarówno dotyczących oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe, lepsze od oczekiwań 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 2,2% wobec 0,5% w I kw. ub. r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z Chin. Spadek dynamiki odnotowano w przypadku wszystkich odczytów: produkcji przemysłowej (6,0% r/r w kwietniu wobec 6,8% w marcu), sprzedaży detalicznej (10,1% wobec 10,5%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (10,5% wobec 10,7%). 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.

Moody's uchylił drzwi do obniżki ratingu



W ubiegłym tygodniu agencja ratingowa Moody's podjęła decyzję o pozostawieniu długoterminowego ratingu Polski na niezmiennym poziomie (A2). Jednocześnie perspektywa ratingu została obniżona ze stabilnej do negatywnej. Decyzję o utrzymaniu niezmiennego ratingu agencja uzasadniła silnymi fundamentami polskiej gospodarki. Moody's

wskazał m.in., że w ostatnich latach wzrost gospodarczy w Polsce był relatywnie szybki na tle innych państw Unii Europejskiej oraz prognozowana przez agencję dynamika PKB utrzyma się na wysokim poziomie (ok. 3,5% r/r) w latach 2016-2017. Zmiana perspektywy z pozytywnej do negatywnej wynikała ze wzrostu obaw agencji o kondycję finansów publicznych oraz pogorszenie klimatu inwestycyjnego w Polsce.

W komunikacie Moody's zaznaczył, że wzrost obaw o sytuację w finansach publicznych jest spowodowany znaczącym wzrostem wydatków publicznych (realizacja programu 500+) przy dużej niepewności co do jednoczesnego zwiększenia równoważących ich dochodów budżetu państwa począwszy od 2017 r. Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla finansów publicznych w ocenie Moody's jest planowane przez rząd obniżenie wieku emerytalnego oraz podniesienie kwoty wolnej od podatku. Zgodnie z szacunkami przedstawionymi przez agencję wydatki publiczne z tego tytułu wyniosłyby łącznie 0,6% PKB w 2017 r. W kolejnych latach obciążenie sektora finansów publicznych stopniowo wzrastałoby. Moody's zaznaczył również, że poluzowanie stabilizującej reguły wydatkowej w ub. r., pozwalające na znaczący wzrost wydatków publicznych, jest negatywne dla ratingu. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki agencja oczekuje, że deficyt w sektorze instytucji rządowych i samorządowych wzrośnie do 2,8% PKB w br. i przekroczy 3,0% PKB w 2017 r.

W ocenie Moody's pogorszenie klimatu inwestycyjnego w Polsce spowodowane jest wzrostem nieprzewidywalności zmian w otoczeniu legislacyjnym oraz instytucjonalnym gospodarki. Wśród czynników zwiększających niepewność w tym zakresie agencja wymieniła propozycję Kancelarii Prezydenta dotyczącą przewalutowania kredytów hipotecznych. W swojej pierwotnej formie ustawa generowałaby znaczące obciążenie dla banków i oddziaływałaby w kierunku zmniejszenia akcji

kredytowej. Ponadto, Moody's zaznaczył, że długotrwały spór wokół Trybunału Konstytucjonalnego (TK) może negatywnie wpływać na percepcję inwestorów dotyczącą otoczenia instytucjonalnego gospodarki w Polsce (ograniczenie niezależności sądownictwa oraz praworządności), a tym samym oddziaływać w kierunku zmniejszenia napływu inwestycji zagranicznych. Agencja dodała jednak, że obecnie trudno jednoznacznie ocenić skalę tego wpływu.

Czynniki, które naszym zdaniem były kluczowe przy ocenie ratingu Polski (zmiany w otoczeniu instytucjonalnym gospodarki, niepewność dotycząca propozycji przewalutowania kredytów hipotecznych oraz kondycja finansów publicznych) zostały uznane jako istotne również przez Moody's (por. MAKROmapa z 09.05.2016). Oczekiwaliśmy, że będą one wystarczającym argumentem za obniżeniem ratingu Polski o jeden stopień, jednak w ocenie agencji uzasadniały one jedynie obniżenie perspektywy ratingu. Tym samym ubiegłotygodniowa decyzja Moody's była dla nas zaskoczeniem. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że pomimo zrewidowania w górę na przestrzeni ostatniego roku swoich prognoz deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych (z 2,6% do 2,8% PKB w br. i powyżej 3% PKB w 2017 r.) agencja nie uznała zmiany sytuacji w finansach publicznych jako „znaczącej”. Ponadto, ocena Moody's dotycząca sytuacji wokół TK była zaskakująco łagodna - wybranie nowych sędziów TK przez PiS oraz przyjęcie ustawy ograniczającej działanie TK zostało określone jako „kontrowersyjne”.

Czynniki ryzyka dla ratingu Polski

Pogorszenie kondycji finansów publicznych:

- obniżenie wieku emerytalnego
- podniesienie kwoty wolnej od podatku

Pogorszenie klimatu inwestycyjnego:

- przewalutowanie kredytów walutowych
- spór wokół Trybunału Konstytucyjnego

Źródło: Moody's, Credit Agricole

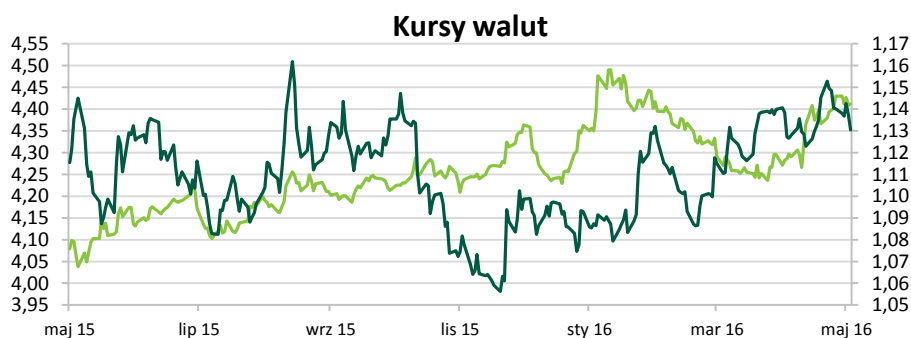
Z ubiegłotygodniowego komunikatu agencji ratingowej płyną następujące wnioski. Moody's podczas oceny ratingu w wyraźnie mniejszym niż S&P stopniu wykazuje podejście *forward-looking*, a większe znaczenie przypisuje wydarzeniom, które już się zmaterializowały. W efekcie agencja uznała zmiany w otoczeniu instytucjonalnym gospodarki jako negatywne dla ratingu. Jednak ewentualna eskalacja kryzysu wokół TK może spowodować obniżkę ratingu dopiero wtedy, gdy przyczyni się ona do znaczącego odpływu kapitału z Polski. Z kolei przewalutowanie kredytów hipotecznych mogłoby przyczynić się do obniżki ratingu

dopiero wówczas, gdy będzie znany ostateczny kształt ustawy oraz jej wpływ na stabilność sektora bankowego i akcję kredytową. Agencja daje również rządowi duże pole manewru w finansach publicznych, akceptując m.in. deficyt powyżej 3% PKB oraz wynikające z tego wysokie prawdopodobieństwo wzrostu długu publicznego w relacji do PKB w kolejnych latach. Zgodnie z komunikatem Moody's obniżkę ratingu mogłoby spowodować dalsze pogorszenie średnioterminowych perspektyw w finansach publicznych (np. poprzez obniżenie wieku emerytalnego lub podwyższenie kwoty wolnej od podatku).

Zmiana perspektywy ratingu ze stabilnej na negatywną otwiera drogę do jego obniżenia we wrześniu br., kiedy to Moody's po raz kolejny oceni wiarygodność kredytową Polski. Uważamy, że rząd będzie chciał uniknąć tego scenariusza. Wprowadzane zmiany legislacyjne będą najprawdopodobniej skalibrowane w taki sposób, aby zminimalizować ich negatywny wpływ na finanse publiczne (kwota wolna od podatku, wiek emerytalny), sektor bankowy (przewalutowanie kredytów) lub percepcję otoczenia instytucjonalnego (rozwiązanie sporu wokół TK). Oznacza to, że ostateczne rozwiązanie problemu kredytów hipotecznych będzie najprawdopodobniej wiązało się ze znacząco niższym niż szacował KNF obciążeniem dla banków (np. poprzez uwzględnienie tylko kosztów spreadu). Z kolei zmiany oddziałujące w kierunku szybszego wzrostu długu publicznego będą opóźniane w czasie, a ich ostateczny kształt będzie odbiegał od pierwotnych zapowiedzi (np. degresywna kwota wolna, odpowiednio długi staż pracy jako warunek przejścia na emeryturę). Natomiast w przypadku sporu o TK trudno jest obecnie ocenić dalszy, najbardziej prawdopodobny rozwój wydarzeń w tym obszarze ze względu na silne polityczne tło wprowadzonych zmian dotyczących funkcjonowania TK.

Utrzymanie w ubiegłym tygodniu ratingu Polski przez agencję Moody's na niezmiennym poziomie jest pozytywne dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

Brak obniżki ratingu będzie oddziaływać w kierunku umocnienia złotego



Źródło: Reuters

— EURPLN — EURUSD

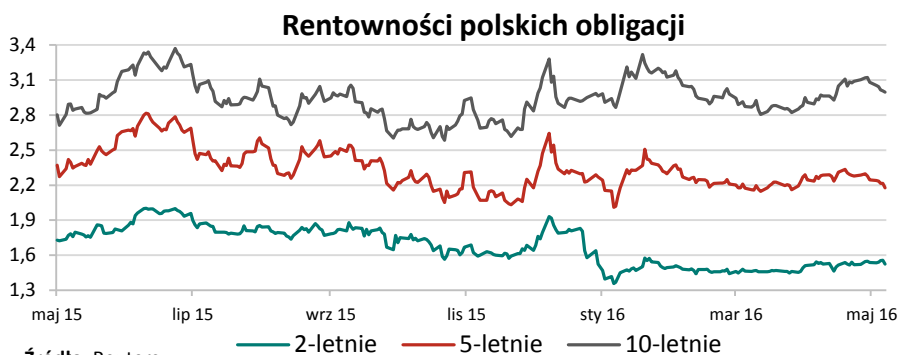
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4120 (umocnienie złotego o 0,4%). W poniedziałek miało miejsce przejściowe umocnienie złotego, gdyż wysoki kurs EURPLN zachęcał inwestorów do zakupów polskiej waluty. W efekcie kurs EURPLN spadł do poziomu nieznacznie powyżej 4,40. Niemniej jednak podwyższona niepewność na rynku związana z

piątkową decyzją Moody's dotyczącą polskiego ratingu oddziaływała w kierunku osłabienia złotego. W konsekwencji kurs EURPLN późnym popołudniem powrócił do poziomu ok. 4,42, wokół którego oscylował do czwartku. W piątek rano złoty się umacniał, gdyż rynek w coraz większym stopniu dyskutował utrzymanie przez Moody's ratingu Polski na niezmiennym poziomie. W konsekwencji do południa kurs EURPLN spadł poniżej poziomu 4,40. Po południu nastąpiła nieznaczna korekta wspierana przez wyższe od oczekiwań odczyty z USA (sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), w wyniku której doszło do osłabienia złotego.

Decyzja Moody's o pozostawieniu ratingu Polski na niezmiennym poziomie przy jednoczesnym obniżeniu jego perspektywy ze stabilnej do negatywnej (patrz powyżej) została ogłoszona po zamknięciu rynków europejskich i w USA. Oczekujemy, że decyzja ta będzie w najbliższych dniach oddziaływać w kierunku wyraźnego umocnienia złotego, którego piątkowy kurs w znacznym stopniu uwzględnił scenariusz obniżki ratingu.

W tym tygodniu ważnym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC. Będzie ona w naszej ocenie oddziaływała w kierunku jego podwyższonej zmienności. Uważamy, że liczne dane z USA (produkcja przemysłowa, rozpoczęte budowy domów, pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz indeksy Philadelphia FED i NY Empire State) pozostaną w cieniu śródowej publikacji *Minutes*. W konsekwencji ich sumaryczny wpływ na kurs polskiej waluty będzie ograniczony. Do osłabienia złotego mogą przyczynić się czwartkowe, krajowe odczyty sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku.

Decyzja Moody's pozytywna dla cen obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,524 (spadek o 1pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,178 (spadek o 7pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,996 (spadek o 8pb). Przez cały ubiegły tydzień utrzymywał się spadek rentowności polskich obligacji widoczny szczególnie na długim końcu krzywej w ślad za

rynkami bazowymi. Wzrost cen polskiego długu miał miejsce mimo utrzymującej się niepewności związanej z piątkową decyzją agencji Moody's dotyczącą ratingu Polski. W naszej ocenie wynikało to częściowo z atrakcyjnych dla inwestorów cen obligacji, które sprzyjały wzrostowi popytu. Wsparcie dla takiej oceny stanowi zmniejszenie spreadów pomiędzy polskimi obligacjami a obligacjami rynków bazowych. Jednocześnie ceny polskich obligacji na krótkim końcu krzywej przez większą część tygodnia były relatywnie stabilne, co wskazuje, że wzrost popytu na polski dług pochodził najprawdopodobniej ze strony inwestorów zagranicznych. Ich udział w rynku polskiego długu jest bowiem najwyższy w przypadku obligacji o dłuższych terminach zapadalności. Piątkowa decyzja agencji Moody's o pozostawieniu ratingu Polski na niezmiennym poziomie przy jednoczesnym obniżeniu jego perspektywy z neutralnej do negatywnej (patrz powyżej) ogłoszona została po zamknięciu rynku.

Uważamy, że scenariusz obniżki ratingu przez Moody's był w pewnym stopniu uwzględniony w cenach polskiego długu, dlatego w tym tygodniu oczekujemy spadku rentowności polskich obligacji szczególnie na długim końcu krzywej w reakcji na decyzję Moody's. W centrum uwagi rynku będzie również środowa publikacja *Minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC, która może oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności cen polskiego długu. Liczne odczyty z USA (produkcja przemysłowa, rozpoczęte budowy domów, pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz indeksy Philadelphia FED i NY Empire State) pozostaną w cieniu środowej publikacji *Minutes*, dlatego reakcja rynku na te dane będzie w naszej ocenie ograniczona. W kierunku wzrostu cen polskich obligacji mogą oddziaływać czwartkowe odczyty krajowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw będą naszym zdaniem neutralne dla rynku.

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 (mln EUR)	929	928	-963	-1174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103		
Eksport (r/r, % EUR)	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,7	-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	7,3	1,7		

* 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)	3,0	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***	-0,4	-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)	3,1	4,2	4,4	4,8	4,7	4,6	4,8	4,8	3,3	4,1	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 16.05.2016r.						
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	9,6	8,0	7,3
Wtorek 17.05.2016r.						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Kwiecień	0,1	0,4	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Kwiecień	0,1	0,2	0,2
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Kwiecień	1089	1126	1130
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Kwiecień	1076	1142	1140
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	-0,6	0,3	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Kwiecień	74,8	75,0	75,0
Środa 18.05.2016r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	-0,2		-0,2
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	3,3	3,8	3,8
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	2,7	2,8	2,8
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Maj			
Czwartek 19.05.2016r.						
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Kwiecień	0,8	2,5	3,4
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	-1,7	-1,3	-1,3
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	0,5	2,9	3,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	274		275
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Maj	-1,6	2,0	4,0
Piątek 20.05.2016r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Marzec	19,0		
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	5,33	5,39	5,40

* 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