

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na dziś publikacja majowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nie zmieni się w porównaniu do kwietnia i wyniesie 53,0 pkt. Stabilizacja wskaźnika nastąpi przy nieznacznej poprawie koniunktury w Niemczech oraz braku zmian nastrojów we Francji. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Zgodnie z konsensusem jego wartość wzrośnie do 12,0 pkt. w maju wobec 11,2 pkt. w kwietniu. W środę poznamy również odczyt indeksu Ifo obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wartość indeksu wzrośnie do 106,9 pkt. w maju z 106,6 pkt. w kwietniu. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach są zbliżone do konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla rynków.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W piątek zostanie opublikowany drugi szacunek amerykańskiego PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę do 1,0% wobec 0,5% w pierwszym szacunku ze względu na wyższe wkłady konsumpcji i zapasów. Ponadto w czwartek opublikowane zostaną wstępne kwietniowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zmniejszyły się one o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,8% w marcu, co było efektem niższych zamówień w firmie Boeing. W tym tygodniu poznamy również dane nt. sprzedaży nowych domów (wzrost do 530 tys. w kwietniu z 511 tys. w marcu). Zza oceanu napłyną ponadto dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (95,8 pkt. wobec 89,0 pkt. w kwietniu) zasygnalizuje poprawę nastrojów gospodarstw domowych w maju. Prognozowana przez nas rewizja w górę tempa wzrostu gospodarczego w USA będzie oddziaływała w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku cen polskich obligacji. Pozostałe odczyty z USA będą miały najprawdopodobniej ograniczony wpływ na rynki finansowe.


W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* z kwietniowego posiedzenia FED.** W zapisie dyskusji znalazła się informacja, że większość członków FOMC (uwzględniając również tych niegłosujących) opowiada się za podniesieniem stóp procentowych w czerwcu br. jeśli napływające dane wskażą na ożywienie wzrostu gospodarczego w II kw., poprawa sytuacji na rynku pracy będzie kontynuowana, a inflacja zbliżać się będzie do celu inflacyjnego FED. Należy jednak zauważyć, że większość głosujących członków FED nie zajęła konkretnego stanowiska co do możliwego terminu podwyżki, chcąc pozostawić sobie większe pole do manewru przy podejmowaniu decyzji w zależności od napływających danych. Wydźwięk *Minutes* był bardziej jastrzębi od oczekiwań rynku, co doprowadziło do przesunięcia wycenianego (przez kontrakty terminowe) momentu pierwszej w tym roku podwyżki w USA z grudnia na lipiec. Podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym 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. Czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest ewentualny napływ dobrych danych z amerykańskiej gospodarki, który może skłonić FED to podwyżki stóp w czerwcu.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w kwietniu o 0,7% m/m wobec spadku o 0,9% w marcu, co było efektem wyższej dynamiki

produkcji we wszystkich jej kategoriach (przetwórstwo, górnictwo, media). Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w kwietniu do 75,4% wobec 74,9% w marcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dobre dane z rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę wzrosła w kwietniu do 1116 tys. wobec 1077 tys. w marcu, liczba rozpoczętych budów do 1172 tys. wobec 1099 tys., a sprzedaż domów na rynku wtórnym do 5,45 mln wobec 5,33 mln. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie sytuacji w przetwórstwie wskazały indeksy NY Empire State (-9,0 pkt. w maju wobec 9,6 pkt. w kwietniu) oraz Philadelphia FED (-1,8 pkt. w maju wobec -1,6 pkt. w kwietniu). Ubiegłotygodniowe dane z realnej sfery 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 1,0% w I kw. br.

- ✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w kwietniu o 6,0% r/r wobec wzrostu o 0,5% w marcu.** W naszej ocenie jedną z przyczyn przyspieszenia wzrostu produkcji w kwietniu było ożywienie popytu zewnętrznego. Według danych GUS produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w kwietniu o 14,8% r/r wobec spadku o 15,8% w marcu. Naszym zdaniem głównym źródłem spadku produkcji budowlano-montażowej w kwietniu było – podobnie jak w I kw. br. – silne obniżenie inwestycji publicznych, związane ze zmniejszonym wykorzystaniem środków unijnych na początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020. Dane o produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą roczna dynamika polskiego PKB w II kw. nie zmieni się w stosunku do I kw. i wyniesie 3,0%.
- ✔ **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w kwietniu o 3,2% r/r wobec wzrostu o 0,8% w marcu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż detaliczna zwiększyła się w kwietniu o 5,5% r/r wobec wzrostu o 3,0% w marcu, co oznacza powrót dynamiki sprzedaży do poziomu zgodnego z krótkookresowym trendem. Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku zwiększenia realnej dynamiki sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych były wyższe tempa wzrostu sprzedaży w kategoriach "pojazdy samochodowe i części" oraz "meble, RTV, AGD". Dane o sprzedaży detalicznej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji wzrośnie z 3,2% r/r w I kw. do 5,0% w II kw.
- ✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wzrosła w kwietniu do 4,6% r/r wobec 3,3% w marcu.** Przyspieszenie wzrostu płac w kwietniu było spowodowane głównie ustąpieniem efektu wysokiej bazy sprzed roku. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki wynagrodzeń mogły być również przesunięcia zmiennych składników wynagrodzeń w niektórych branżach, a także materializacja nasilającej się presji płacowej związanej z poprawiającą się sytuacją na rynku pracy (por. MAKROpuls z 18.05.2016). Roczna dynamika zatrudnienia wzrosła z 2,7% w marcu do 2,8% w kwietniu, kształtując się na najwyższym poziomie od września 2011 r. W rezultacie realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zwiększyło się do 8,7% r/r z 7,0% w marcu i 7,3% w I kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji w Polsce wzrośnie z 3,2% r/r w I kw. do 5,0% w II kw.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu ukazał się komunikat agencji ratingowej Fitch nt. sytuacji w Polsce.** Agencja zwróciła w nim uwagę na istotny wzrost ryzyka pogorszenia się sytuacji w finansach publicznych w przypadku ewentualnego spowolnienia gospodarczego w Polsce. Co więcej, przedstawiony przez rząd plan konwergencji nie uwzględnia skutków planowanego obniżenia wieku emerytalnego oraz zwiększenia kwoty wolnej od podatku. Stanowi to czynnik ryzyka w górę dla ścieżki długu publicznego oraz deficytu. W komunikacie zwrócona została również uwaga na konfrontacyjny charakter polityki obecnego rządu, który prowadzi do polaryzacji społeczeństwa i może zwiększyć ryzyko polityczne. Jednocześnie wpływa ona na pogorszenie relacji z częścią kluczowych partnerów gospodarczych w UE, co może negatywnie oddziaływać na perspektywy inwestycji zagranicznych oraz wzrostu gospodarczego w Polsce. Agencja przypominała również, iż rozluźnienie polityki fiskalnej zwiększające dług publiczny, osłabienie

wiarygodności polityki rządu lub pogorszenie perspektyw gospodarczych może mieć negatywny wpływ na rating. Wydzwięk komunikatu Fitch sygnalizuje w naszej ocenie wyraźny wzrost prawdopodobieństwa obniżenia perspektywy ratingu po jego lipcowej ocenie i tym samym jest lekko negatywny dla złotego i cen polskich obligacji.

 **W ubiegłym tygodniu Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) opublikował opinię nt. polskiej gospodarki.** MFW wskazał m. in., że wzrost gospodarczy w Polsce jest wyraźnie wyższy niż w krajach o zbliżonym poziomie rozwoju. Istotnym długookresowym czynnikiem ryzyka dla niego są jednak pogarszające się perspektywy demograficzne. W raporcie podkreślono również, że osłabienie niektórych instytucji oraz ekspansywna polityka fiskalna prowadzona przez polski rząd może doprowadzić do pogorszenia nastrojów inwestorów zagranicznych i mieć negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w długim okresie. Zgodnie z raportem MFW, dodatkowymi czynnikami ryzyka dla finansów publicznych są również plany rządu dotyczące obniżenia wieku emerytalnego oraz podniesienie kwoty wolnej od podatku. Ponadto zagrożenie dla stabilności systemu finansowego stanowią plany przewalutowania kredytów nominowanych we frankach szwajcarskich. Wydzwięk przedstawionego przez MFW raportu jest zbliżony do ostatniej oceny wiarygodności kredytowej Polski dokonanej przez agencję Moody's (por. MAKROmapa z 16.05.2016).

Brexit nie taki straszny dla regionu

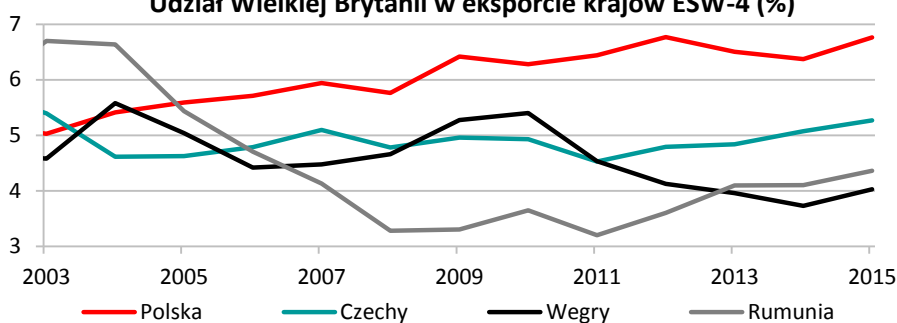
23 czerwca br. odbędzie się referendum nt. członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej.

Przeprowadzone w ostatnich tygodniach wśród Brytyjczyków sondaże wskazują na rosnące prawdopodobieństwo pozostania Wielkiej Brytanii w UE, chociaż ostateczny wynik głosowania obarczony jest wciąż dużą niepewnością. Według badań ankietowych ok. 45% respondentów wybrałoby pozostanie Wielkiej Brytanii w UE. Nieznacznie mniej (ok. 40%) opowiada się za jej wyjściem (tzw. Brexit). Niepewność co do wyniku referendum zwiększa duży odsetek osób niezdecydowanych (15%). 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 (por. MAKROmapa z 14.03.2016). 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 na gospodarki krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (Polskę, Czechy, Węgry i Rumunię, dalej EŚW-4).

Procedurę wyjścia Wielkiej Brytanii z UE opisaliśmy w MAKROmapie z 14.03.2016. Na podstawie przeprowadzonej wtedy analizy 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 krajów EŚW-4 z Wielką Brytanią. Uważamy, że obecne relacje firm z krajów regionu 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 UE 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.

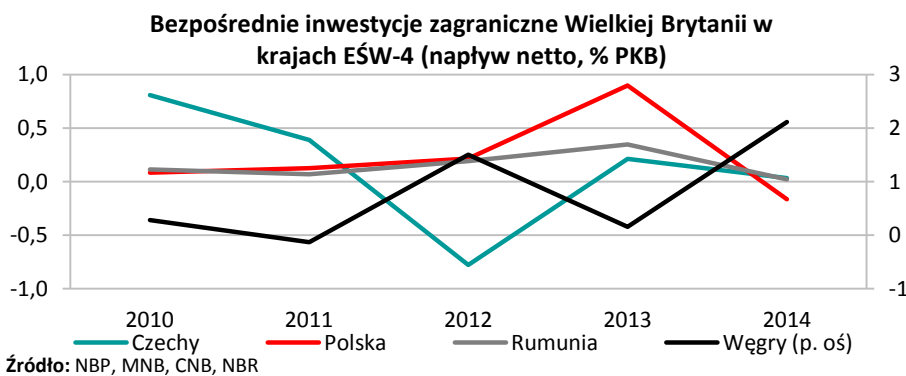
Wyjście Wielkiej Brytanii z UE może mieć potencjalnie duży wpływ na sytuację na rynku walutowym. Brexit może nasilić oczekiwania rynków na ograniczenie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) i inwestycji portfelowych do Wielkiej Brytanii, co oddziaływałoby w kierunku osłabienia kursu funta wobec euro. Efekt ten będzie potęgowany przez już obecnie znaczący deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (-5,2% w 2015 r.). Część tego ryzyka została już zdyskontowana przez rynki – od listopada ub. r. można było zaobserwować spadek efektywnego nominalnego kursu funta. 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. Potencjał do umocnienia euro względem funta byłby jednak ograniczany przez wzrost obaw inwestorów o dalszą dezintegrację UE i strefy euro. Te obawy mogłyby być potęgowane przez ewentualne nasilenie się kryzysu migracyjnego. Rosnąca niepewność co dalszego kształtu strefy euro oddziaływałaby w kierunku obniżenia dynamiki inwestycji i wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty. Można oczekiwać, że w reakcji na spowodowane przez Brexit spowolnienie wzrostu gospodarczego, EBC podejmie działania w kierunku dalszego złagodzenia polityki pieniężnej, co ograniczałoby umocnienie euro względem funta. Zgodnie z szacunkami ekonomistów grupy Crédit Agricole Corporate and Investment Bank uzyskanych za pomocą behawioralnego modelu kursu równowagi funta, w wyniku Brexit, po uwzględnieniu powyższych czynników kurs EURGBP mógłby wzrosnąć do poziomu 0,84.

W naszej ocenie Brexit skutkowałby również wzrostem globalnej awersji do ryzyka, co miałyby negatywny wpływ na kursy walutowe rynków wschodzących (w tym krajów EŚW-4) oraz oddziaływałoby w kierunku wzrostu ich zmienności. W naszej ocenie skala potencjalnego osłabienia walut regionu względem euro (ok. 5%) byłaby mniejsza niż w przypadku kursu funta wobec euro,

Udział Wielkiej Brytanii w eksporcie krajów EŚW-4 (%)


Źródło: Eurostat

co oznacza, że funt osłabiłby się wobec nich o ok. 4% (ok. 12% w scenariuszu skrajnym). Umocnienie złotego wobec funta zmniejszyłoby opłacalność cenową eksportu z krajów EŚW-4 do Wielkiej Brytanii. Udział Wielkiej Brytanii w całości eksportu z krajów EŚW-4 nie jest znaczący, dla Polski stanowił on w 2015 r. 6,8%, 5,3% dla Czech, 4,4% dla Rumunii i 4,0% dla Węgier. Na podstawie obliczeń banków centralnych krajów regionu dotyczących mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, jak również wyników badań dostępnych w literaturze szacujemy, że umocnienie walut krajów EŚW-4 wobec funta i wynikające z tego obniżenie eksportu do Wielkiej Brytanii będzie miało zanedbywalny wpływ na wzrost gospodarczy w krajach regionu. W scenariuszu bazowym roczna dynamika PKB w każdym z nich zostałaby obniżona o mniej niż 0,01 pkt. proc. przez rok od Brexit. Ograniczenie popytu z Wielkiej Brytanii najprawdopodobniej zostałoby również zminimalizowane przez geograficzną reorientację eksportu na inne rynki np. do strefy euro, co byłoby wspierane przez osłabienie kursu walut regionu względem euro. Niemniej jednak firmy, których głównym rynkiem zbytu jest Wielka Brytania, miałyby do czynienia z wyraźnym zmniejszeniem sprzedaży.



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 regionem EŚW-4) część firm brytyjskich mogłaby podjąć decyzję o

ograniczeniu BIZ w regionie. 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 UE-Wielka Brytania przynajmniej w ciągu najbliższych lat (obowiązywanie Traktatów Unijnych) brytyjskie firmy nie będą podejmowały decyzji o szybkiej sprzedaży już obecnych aktywów trwałych w regionie EŚW-4. Można jednak oczekiwać, że realistycznym wariantem jest brak napływu nowych BIZ z Wielkiej Brytanii do regionu, ze względu na podwyższoną niepewność dotyczącą stosunków handlowych pomiędzy tymi krajami w długim okresie. Biorąc pod uwagę historyczne tendencje zakładamy, że brak napływu nowych BIZ z Wielkiej Brytanii spowodowałby obniżenie dynamiki PKB o ok. 0,5 pkt. proc. w przypadku Węgier, 0,2 pkt. proc. w przypadku Polski i o 0,1 pkt. proc. dla Czech i Rumunii w okresie jednego roku od Brexit. Dodatkowo można oczekiwać, że mielibyśmy do czynienia z odpływem zysków wypracowywanych przez firmy brytyjskie w regionie, które w przeciwnym razie zostałyby reinwestowane (obniżenie dynamiki PKB o ok. 0,1 pkt. proc. w przypadku każdego z krajów). Negatywny wpływ tego czynnika na tempo wzrostu PKB wygasłby również po roku od Brexit.

Negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w krajach EŚW-4 będzie miało również spowolnienie w innych krajach UE wynikające z Brexit – m.in. poprzez nasilenie obaw uczestników rynkowych o dalszą dezintegrację UE, zawirowania na rynkach finansowych oraz zmniejszenie wymiany handlowej. OECD szacuje, że efekt ten przyczyniłby się do spadku dynamiki PKB w UE (z wyłączeniem Wielkiej Brytanii) o ok. 0,3-0,4 pkt. proc. w latach 2016-2017 w porównaniu do scenariusza, gdyby to zdarzenie nie miało miejsca. Szacujemy, że w efekcie należy oczekiwać również obniżenia tempa wzrostu gospodarczego o ok. 0,1-0,2 pkt. proc. w każdym z krajów EŚW-4.

Negatywny wpływ Brexit na dynamikę PKB w krajach EŚW-4 (pkt. proc.)*				
Czynnik	Czechy	Węgry	Polska	Rumunia
Spadek eksportu do Wielkiej Brytanii	< 0,01	< 0,01	< 0,01	< 0,01
Brak napływu nowych BIZ	0,13	0,45	0,23	0,15
Odpływ zysków (BIZ), które byłyby reinwestowane	0,06	0,12	0,09	0,10
Spowolnienie wzrostu gospodarczego w UE (z wył. Wlk. Brytanii)	0,14	0,21	0,18	0,14
Całkowity wpływ	0,35	0,78	0,50	0,39

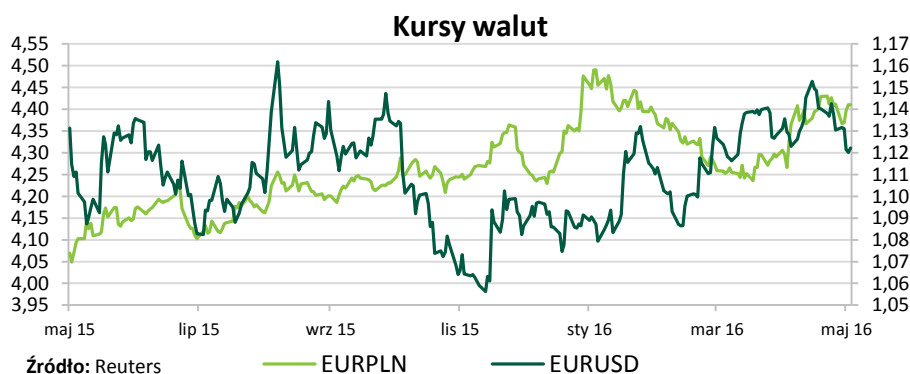
*obniżenie rocznej dynamiki PKB w horyzoncie jednego roku od Brexit

Źródło: Credit Agricole

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, materializacja scenariusza wyjścia Wielkiej Brytanii z UE ryzyka byłaby umiarkowanie negatywna dla wzrostu gospodarczego w krajach EŚW-4. W ciągu roku od tego wydarzenia dynamika PKB zostałaby obniżona o ok. 0,4 pkt. proc. w przypadku Czech i Rumunii i 0,5 pkt. proc. w przypadku Polski. Największy negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego Brexit miałby w przypadku Węgier (0,8 pkt. proc.) ze względu na relatywnie duże na tle innych krajów znaczenie napływu BIZ z Wielkiej Brytanii. Brexit przyczyniłby się również do wzrostu zmienności kursów walut krajów EŚW-4, ich 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 kursów walutowych.

Dane o PKB w USA mogą osłabić złotego

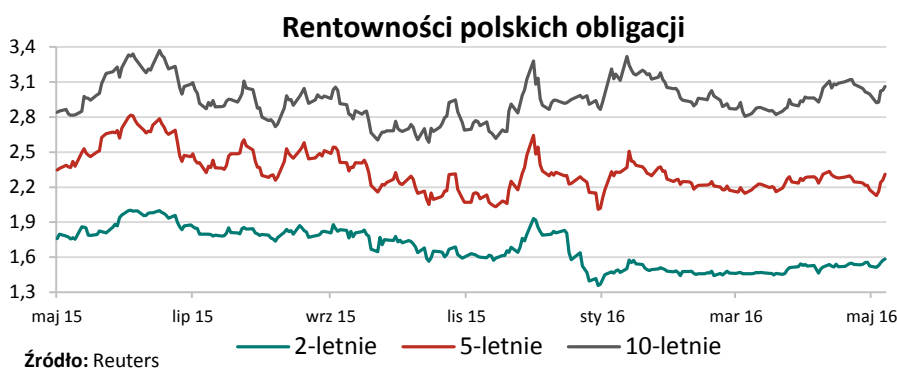


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,4108 (brak zmian w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). W poniedziałek kurs EURPLN otworzył się wyraźnie niżej niż na piątkowym zamknięciu (umocnienie złotego o ok. 0,7%) w reakcji na piątkową, łagodniejszą od oczekiwań decyzję agencji Moody's dotyczącą ratingu Polski (por. MAKROmapa z 16.05.2016).

We wtorek kurs EURPLN był stabilny i oscylował wokół poziomu 4,365. W środę na otwarciu złoty zaczął wyraźnie tracić na wartości i pozostał w trendzie deprecjacyjnym do końca tygodnia. Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku osłabienia polskiej waluty były wtorkowe, jastrzębie wypowiedzi członków FOMC oraz jastrzębi wydzwięk środowiska *Minutes*, które doprowadziły do przesunięcia wycenianego przez rynek momentu pierwszej podwyżki stóp w USA z grudnia na lipiec. Wyższe od oczekiwań krajowe dane nt. produkcji przemysłowej miały ograniczony wpływ na kurs złotego.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kursu złotego będzie piątkowa rewizja amerykańskiego PKB. W przypadku realizacji naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w USA w I kw. zostanie zrewidowana wyraźnie w górę, oczekujemy osłabienia złotego. Wpływ pozostałych danych z USA (sprzedaż nowych domów, wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe użytku oraz finalny odczyt Uniwersytetu Michigan) będą miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego będą również wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI, ZEW oraz Ifo).

Rentowności na długim końcu mogą wzrosnąć



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,585 (wzrost o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,31 (wzrost o 13pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,062 (wzrost o 7pb). Przez przeważającą część ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia ze

wzrostem rentowności polskich obligacji widocznym na całej długości krzywej dochodowości. Ceny długu spadały z uwagi na przesunięcie wycenianego przez rynek momentu pierwszej podwyżki stóp procentowych w USA z grudnia na lipiec spowodowane jastrzębiami wypowiedziami członków FOMC oraz jastrzębim wydzwiękiem *Minutes*. Wyższe od oczekiwań krajowe dane nt. produkcji przemysłowej miały ograniczony wpływ na rynek długu.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie drugi szacunek amerykańskiego PKB. W przypadku realizacji naszej prognozy przewidującej wyraźny wzrost dynamiki PKB w porównaniu z pierwszym szacunkiem, publikacja drugiego szacunku może oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności na długim końcu krzywej dochodowości. Pozostałe dane z USA (sprzedaż nowych domów, wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałego użytku oraz finalny odczyt Uniwersytetu Michigan) a także wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI, ZEW, Ifo) będą naszym zdaniem ograniczony wpływ na ceny polskiego 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	-0,4	
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	6,0	
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	-1,2	
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	3,2	
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	4,6	
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 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)	3,1	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 23.05.2016r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	51,8	52,1	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	53,1	53,1	53,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	51,7	51,7	51,9
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Maj	53,0	53,0	53,2
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	50,8		51,0
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	-9,3		-9,0
Wtorek 24.05.2016r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,7	0,7	0,7
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Maj	11,2		12,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	511	530	523
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Maj	14,0		
Środa 25.05.2016r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Kwiecień	10,0	9,6	9,6
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Maj	106,6	106,9	106,8
Czwartek 26.05.2016r.						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	0,8	-0,1	0,4
Piątek 27.05.2016r.						
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Maj			
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	I kw.	0,5	1,0	0,9
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	95,8	95,0	95,5

* 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