

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie dzisiejsze wystąpienie prezes FED J. Yellen w *World Affairs Council*.** Jest to jej ostatnie wystąpienie publiczne zaplanowane przed czerwcowym posiedzeniem FOMC. Tym samym jej wypowiedzi mogą mieć duże znaczenie w kontekście oceny prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu Rezerwy Federalnej. Naszym zdaniem nie należy oczekiwać żadnych deklaracji ze strony szefowej FED, która prawdopodobnie zwróci uwagę na dużą niepewność co do dalszego kształtowania się czynników globalnych oraz potrzebę uważnego ich monitorowania w kontekście podejmowanych przez członków FED decyzji. Biorąc pod uwagę ubiegłotygodniowe słabe dane z rynku pracy (patrz poniżej), wypowiedzi J. Yellen będą miały najprawdopodobniej gołębi wydźwięk. Tym samym będą one oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji. Jednocześnie nie dostarczą one nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz zakładający podwyżkę docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25 pb w lipcu br.
- **W środę poznamy dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego nadwyżka zwiększyła się w maju do 55,6 mld USD wobec 45,6 mld USD w kwietniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu odnotowała w maju spadek do -6,8% r/r wobec -1,3% w kwietniu, podczas gdy dynamika importu zwiększyła się do -7,3% z -10,9%. Publikacja danych powinna mieć ograniczony wpływ na rynki finansowe.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że Rada nie zmieni parametrów polityki monetarnej. Na konferencji po posiedzeniu prawdopodobnie zostanie poruszony temat wpływu spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w I kw. oraz utrzymującej się deflacji na prawdopodobieństwo złagodzenia polityki monetarnej w najbliższych miesiącach. Oczekujemy, że Rada podtrzyma swoje stanowisko sprzed miesiąca wyrażając niską skłonność do obniżek stóp procentowych. Takie nastawienie będzie zgodne z naszym zrewidowanym scenariuszem perspektyw krajowej polityki pieniężnej (patrz poniżej). Uważamy, stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie do lipca 2017 r. Naszym zdaniem, ze względu na rosnącą inflację i wysokie prawdopodobieństwo jej powrotu do celu w horyzoncie kilku kwartałów, Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w lipcu 2017 r. i podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2017 r. W naszej ocenie, zarówno treść komunikatu po posiedzeniu, jak i wypowiedzi prezesa NBP na konferencji będą miały ograniczony wpływ na rynki finansowe (kontrakty FRA nie wyceniają obecnie obniżek stóp procentowych w horyzoncie roku).
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan.** Uważamy, że wskaże on najprawdopodobniej na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych w czerwcu (95,0 pkt. wobec 94,7 pkt. w maju). Uważamy, że kierunku wzrostu indeksu oddziaływała dobra sytuacja na giełdzie. Naszym zdaniem publikacja indeksu nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy na lata 2016-2017.** Oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 3,3% r/r (2,9% przed rewizją), a w 2017 r. będzie równe 3,6% (poprzednio 3,1%, patrz poniżej).

W zeszłym tygodniu

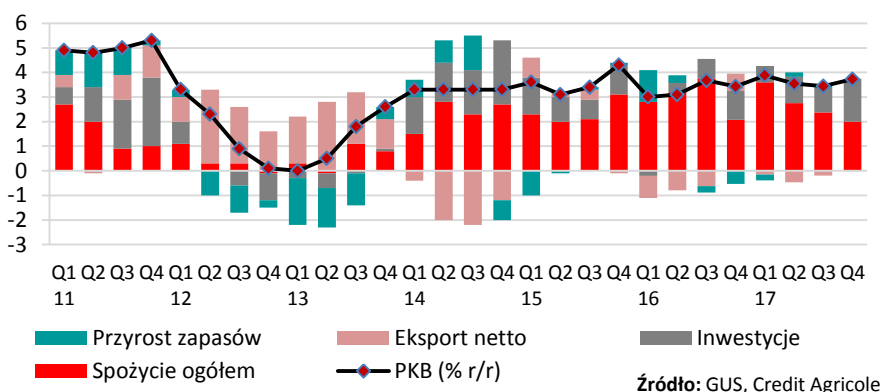
- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w maju o 38 tys. wobec wzrostu o 123 tys. w kwietniu (rewizja w dół z 160 tys.), co było znacząco poniżej oczekiwań rynku (164 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+67,0 tys.), sektorze rządowym (+13,0 tys.) oraz w handlu detalicznym (+11,4 tys.). Z kolei zatrudnienie spadło najsilniej w sektorze informacyjnym (-34,0 tys.), budownictwie (-15,0 tys.) oraz górnictwie i

wydobywaniu (-11,0 tys.). Spadek zatrudnienia w sektorze informacyjnym, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wynikał głównie ze strajku w firmie Verizon, w którym wzięło udział ok. 35 tys. pracowników (por. MAKROmapa z 30.05.2016). Stopa bezrobocia w maju obniżyła się do 4,7% wobec 5,0% w kwietniu, kształtując się nieznacznie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,8% - por. MAKROmapa z 21.03.2016). Jej spadek wynikał z silnego zmniejszenia liczby osób bezrobotnych przy jednoczesnym zwiększeniu liczby osób nieaktywnych zawodowo. Dane wskazują tym samym, że część osób bezrobotnych zdecydowała się opuścić rynek pracy. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego maju nie zmieniła się w porównaniu do kwietnia i wyniosła 2,5%. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w maju do 51,3 pkt. wobec 50,8 pkt. w kwietniu. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływała wyższa wartość składowej dla czasu dostaw, która ukształtowała się na najwyższym poziomie od grudnia 2014 r. Przeciwny wpływ miał spadek składowych dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów. Wartość składowej dla zatrudnienia w maju nie zmieniła się w stosunku do kwietnia. Silny spadek odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który wyniósł 52,9 pkt. w maju wobec 55,7 pkt. w kwietniu, co jest jego najniższym poziomem od lutego 2014 r. W kierunku zmniejszenia wskaźnika oddziaływały niższe wartości 3 z 4 jego składowych (nowych zamówień, aktywności biznesowej oraz zatrudnienia). Przeciwny efekt miał wzrost składowej dla czasu dostaw. Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się w maju do 92,6 pkt. wobec 94,7 pkt. w kwietniu. Spadek wskaźnika wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe, wyraźnie słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza, w którym 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.

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie EBC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami utrzymane zostały na nim dotychczasowe parametry polityki monetarnej. W komunikacie po posiedzeniu pojawiły się informacje, że 8 czerwca rozpocznie się skup obligacji korporacyjnych w ramach rozszerzonego programu skupu aktywów, a 22 czerwca przeprowadzony będzie pierwszy przetarg nowego programu TLRTO (targeted longer-term refinancing operations). Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu przedstawione zostały również nowe projekcje ekonomiczne EBC. Zgodnie z czerwcową projekcją wzrost PKB w strefie euro wyniesie w 2016 r. 1,6% (wobec 1,4% w marcowej projekcji), 1,7% w 2017 r. i 2018 r. (odpowiednio 1,7% i 1,8%). Z kolei inflacja w strefie euro ukształtuje się w 2016 r. na poziomie 0,2% (0,1%) – rewizja w górę z uwagi na silniejszy od oczekiwań wzrost cen ropy naftowej oraz wyniesie 1,3% w 2017 r. i 1,6% w 2018 r. (brak zmian w porównaniu do marcowej projekcji). Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC wydłuży czas trwania rozszerzonego programu skupu aktywów do września 2017 r. z marca 2017 r.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w maju do -0,1% r/r wobec -0,2% w kwietniu.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen energii, która podwyższyła inflację o 0,1 pp. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w strefie euro zmniejszy się w II kw. do -0,1% r/r wobec 0,1% w I kw.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem tempo wzrostu polskiego PKB w I kw. br. spadło do 3,0% r/r wobec 4,3% w IV kw. ub. r.** W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływały niższe wkłady jego składowych dla inwestycji (-0,2 pp. w I kw. br. wobec 1,2 pp. w IV kw. ub. r.), eksportu netto (-0,9 pp. wobec -0,1 pp.) oraz spożycia publicznego (0,8 pp. wobec 1,6 pp.). Przeciwny efekt miały wyższe wkłady zapasów (1,3 pp. w I kw. br. wobec 0,1 pp. w IV kw. ub. r.) oraz spożycia prywatnego (2,0 pp. wobec 1,5 pp.). Tym samym głównymi czynnikami wzrostu polskiego PKB w I kw. br. było spożycie indywidualne oraz przyrost zapasów (por. MAKROpuls z 31.05.2016). Zgodnie z naszymi zrewidowanymi prognozami w całym 2016 r. polski PKB zwiększy się o 3,3% wobec 3,6% w 2015 r. (patrz poniżej).

- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowany został wstępny odczyt inflacji w Polsce.** Zwiększyła się ona w maju do -1,0% r/r wobec -1,1% w kwietniu, co było poniżej naszej prognozy równej oczekiwaniom rynku (-0,9%). Uważamy, że do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen paliw i żywności. Finalne dane o inflacji wraz z jej strukturą zostaną opublikowane 13 czerwca.
- ✔ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w maju do 52,1 pkt. wobec 51,0 pkt. w kwietniu.** Odnotowana w maju poprawa koniunktury w polskim przetwórstwie miała szeroki zakres – złożył się na nią wzrost wkładów wszystkich pięciu składowych indeksu PMI (nowe zamówienia, zatrudnienie, bieżąca produkcja, czas dostaw i zapasy pozycji zakupionych). Naszym zdaniem wzrost indeksu w maju był częściowo spowodowany efektem niskiej bazy sprzed miesiąca (por. MAKROpuls z 1.06.2016). W połączeniu ze strukturą wzrostu gospodarczego w I kw., wyniki badań koniunktury nie sygnalizują wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II kw. Zgodnie z naszą zrewidowaną w górę prognozą zwiększy się ono do 3,1% r/r wobec 3,0% w I kw. (patrz poniżej)
- ✔ **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w maju do 49,2 pkt. wobec 49,4 pkt. w kwietniu, co jest 15 miesiącem z rzędu, kiedy indeks znalazł się poniżej poziomu 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności.** Zmniejszenie indeksu wynikało z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, czas dostaw). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe wkłady składowych dotyczących zatrudnienia oraz zapasów pozycji zakupionych. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wyraźnie silniejszy spadek nowych zamówień eksportowych (o 0,9 pkt) niż zamówień ogółem (o 0,3 pkt), co wskazuje, że główną przyczyną obniżenia zamówień były niższy popyt zewnętrzny. Na stabilizację nastrojów w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast indeks PMI wg CFLP, który nie zmienił się w stosunku do kwietnia i wyniósł w maju 50,1 pkt. Ubiegłotygodniowe dane z Chin nie zmieniają 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.

Prognozy na lata 2016-2017



Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 8). Oczekujemy, że w 2016 r. średniorocznie wyniesie ono 3,3% r/r (2,9% przed rewizją), w 2017 r. będzie równe 3,6% (poprzednio 3,1%).

Podwyższenie prognozowanego przez nas tempa wzrostu PKB w latach 2016-2017 jest efektem oczekiwanych przez nas korzystniejszych warunków gospodarczych w strefie euro, w tym w Niemczech. Silniejszy popyt zewnętrzny będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia eksportu netto. Dodatkowo, zaskakująco wysoka kontrybucja zapasów do wzrostu PKB w I kw. br., choć naszym zdaniem niemożliwa do utrzymania w kolejnych kwartałach, będzie miała pozytywny wpływ na średnioroczną dynamikę PKB

w 2016 r. Ponadto, naszym zdaniem spadek dynamiki inwestycji ogółem w I kw. w ujęciu rocznym był przejściowy. W przypadku przedsiębiorstw wynikał on bowiem w znacznym stopniu z efektów wysokiej bazy w energetyce, a utrzymujący się wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie sygnalizuje zwiększenie dynamiki nakładów inwestycyjnych firm w kolejnych kwartałach. Ponadto, oczekujemy stopniowej odbudowy inwestycji publicznych (coraz większe wykorzystanie środków unijnych w ramach perspektywy finansowej 2014-2020), co w połączeniu z wygasaniem efektu wysokiej bazy będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia rocznej dynamiki nakładów inwestycyjnych realizowanych przez sektor publiczny. Spodziewamy się również wyraźnego przyspieszenia wzrostu spożycia prywatnego, wspieranego przez wypłaty środków w ramach programu Rodzina 500+. Uważamy jednak, że program ten przyczyni się do znaczącego zwiększenia popytu na towary i usługi importowane, co będzie oddziaływać w kierunku spadku eksportu netto i tym samym ograniczenia pozytywnego wpływu tego programu na dynamikę PKB (por. MAKROmapa z 07.03.2016).

W 2017 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego przede wszystkim ze względu na dalszy wzrost dynamiki inwestycji (zarówno publicznych, jak i przedsiębiorstw) wynikający m.in. ze zwiększonej absorpcji środków unijnych. Od II kw. 2017 r. wygaśnie pozytywny wpływ oddziaływania programu Rodzina 500+ na dynamiki konsumpcji i importu. Tym samym negatywny wpływ spowolnienia konsumpcji na tempo wzrostu PKB zostanie częściowo skompensowany zwiększeniem wkładu eksportu netto.

Oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do listopada 2016 r. Naszym zdaniem na początku br. nastąpiło trwałe odwrócenie trendu spadkowego światowych cen żywności (por. AGROPuls z 8.04.2016). W efekcie dynamika cen żywności będzie stopniowo rosła do końca br. wspierana również przez wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej (najprawdopodobniej od lipca br.). Uważamy, że w I kw. 2017 r. inflacja silnie zwiększy się do 1,6% r/r m.in. ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy dla dynamiki cen paliw i nośników energii (obniżka cen prądu i gazu w styczniu br.). W kolejnych kwartałach 2017 r. przewidujemy stabilizację wskaźnika inflacji na podobnym poziomie jak w I kw. Z jednej strony domykanie się luki popytowej będzie oddziaływało w kierunku dalszego wzrostu inflacji bazowej. Z drugiej strony stopniowo wygasające efekty niskiej bazy dla cen paliw oraz ustąpienie wpływu podatku od sprzedaży detalicznej w II poł. r. będą ograniczać wzrost wskaźnika CPI. Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest kształtowanie się cen ropy na światowym rynku.

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 -1,4%. Wzrost deficytu będzie efektem zmniejszonego napływu środków unijnych oraz niższego salda obrotów handlowych (zwiększenie importu z tytułu uruchomienia programu Rodzina 500+ i wzrostu cen ropy na światowym rynku). W 2017 r. odnotujemy dalsze zwiększenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (-2,0%), do czego przyczyni się dalszy wzrost cen ropy oraz silniejszy popyt wewnętrzny wynikający z przyspieszenia inwestycji ogółem.

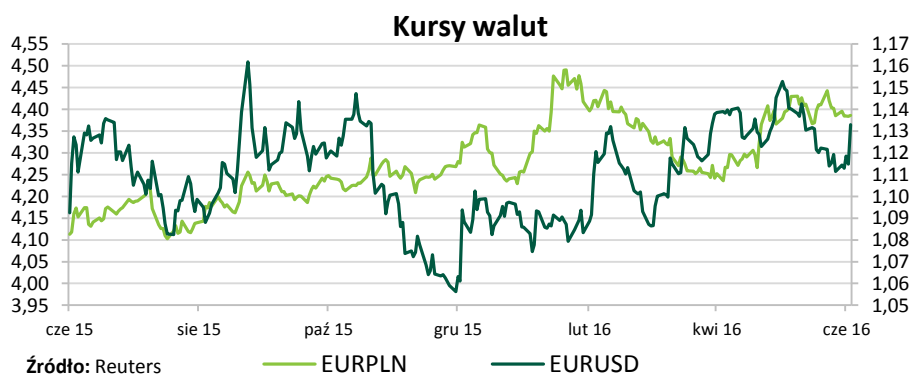
Uważamy, że rynek pracy znajduje się blisko stanu równowagi. Oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie 8,4% na koniec br. Oczekujemy stopniowego wyhamowania poprawy sytuacji na rynku pracy. W efekcie, stopa bezrobocia koniec 2017 r. nie zmieni się w porównaniu z jej poziomem z końca 2016 r. Do spadku bezrobocia przyczynią się zarówno oczekiwany w okresie prognozy dalszy (choć wolniejszy) wzrost inwestycji, jak i strukturalne zmiany na rynku pracy wynikające z wprowadzonych przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej reform urzędów pracy. Skala spadku stopy bezrobocia będzie ograniczana przez trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. Oczekujemy, że dynamika zatrudnienia poza rolnictwem będzie się stopniowo obniżać i w II poł. 2017 r. osiągnie poziom 0,0% r/r. Wzrost inflacji i trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników będą oddziaływały w kierunku wzrostu presji płacowej. Będzie ona jednak ograniczana

przez możliwość zwiększenia wymiaru godzinowego pracowników dotychczas zatrudnionych na część etatu, niski stopień uzwiązkowienia w sektorze prywatnym, gotowość pracodawców do przeniesienia produkcji za granicę, napływ imigrantów oraz migracje powrotne Polaków. W efekcie oczekujemy umiarkowanego zwiększenia nominalnego tempa wzrostu płać z 4,3% w br. do 5,1% w 2017 r.

Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Nastawienie nowych członków Rady okazało się znacząco bardziej jastrzębie od naszych oczekiwań formułowanych przed ich wyborem. Wypowiedzi większości członków RPP, w tym przyszłego prezesa NBP A. Głapińskiego, wskazują na ich niską skłonność do łagodzenia polityki monetarnej w warunkach umiarkowanie szybkiego wzrostu gospodarczego. Ponadto w kwietniu i maju odnotowana została poprawa koniunktury w przetwórstwie w Niemczech, sygnalizująca wyhamowanie obserwowanego w I kw. pogorszenia nastrojów w tym sektorze. Dobra sytuacja gospodarcza za granicą jest ważnym argumentem dla członków RPP za utrzymywaniem status quo w polityce pieniężnej. Rada wykazuje również niską determinację w realizacji celu inflacyjnego, który przez większość jej członków rozumiany jest jako utrzymywanie stabilnego poziomu cen, a nie określonej dynamiki wskaźnika CPI (2,5% r/r). Dodatkowo przedłużająca deflacja nie jest ich zdaniem powodem do niepokoju, gdyż w dużej mierze zależy ona od czynników zewnętrznych (m.in. niskie ceny ropy i surowców rolnych na światowym rynku), a tzw. efekty drugiej rundy (obniżenie presji płacowej w wyniku spadku inflacji) są ograniczone. W efekcie przedłużająca się deflacja nie wymaga, zdaniem RPP, dostosowania parametrów polityki pieniężnej. Chęć budowy antyinflacyjnej reputacji i akcentowania niezależności politycznej Rady oraz obawy o stabilność systemu finansowego, w tym w szczególności małych instytucji finansowych (SKOK) to kolejne czynniki ograniczające przestrzeń do obniżki stóp procentowych. W efekcie uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do lipca 2017 r. Naszym zdaniem, ze względu na rosnącą inflację i wysokie prawdopodobieństwo jej powrotu do celu w horyzoncie kilku kwartałów, Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w lipcu 2017 r. i podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2017 r.

Podtrzymaliśmy naszą prognozę kursu złotego. W krótkim okresie kurs EURPLN będzie utrzymywał się na poziomie ok. 4,35-4,40. Relatywnie słaby kurs polskiej waluty będzie związany z oczekiwanym dalszym normalizowaniem polityki pieniężnej przez FED oraz obawami rynku o możliwość obniżki ratingu Polski (lub jego perspektywy) przez agencję Fitch w ramach oceny zaplanowanej na lipiec br. oraz ryzyko obniżki ratingu przez agencję Moody's we wrześniu br. Począwszy od IV kw. 2016 r. oczekujemy umiarkowanego umocnienia polskiej waluty z zasięgiem 4,15 za euro na koniec 2017 r., co będzie związane z rosnącymi oczekiwaniami rynkowymi na podwyżki stóp procentowych przez RPP. W krótkim okresie potencjalnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego może być referendum nt. wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Choć nie jest to nasz scenariusz bazowy, wynik wskazujący na Brexit skutkowałby wzrostem globalnej awersji do ryzyka, co miałoby negatywny wpływ na kurs złotego (osłabienie o ok. 5%) oraz oddziaływałoby w kierunku wzrostu jego zmienności (por. MAKROmapa z 23.05.2016). Drugim czynnikiem ryzyka dla oczekiwanej przez nas ścieżki kursu złotego jest możliwe znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach. Determinacja rządu chińskiego w realizacji założonego celu dla tempa wzrostu PKB („6,5-7,0%” w br.) jest wysoka a tym samym prawdopodobieństwo „twardego lądowania” chińskiej gospodarki (mającego negatywny wpływ na kurs polskiej waluty) oceniamy obecnie jako niskie.

Wystąpienie J. Yellen może umocnić złotego

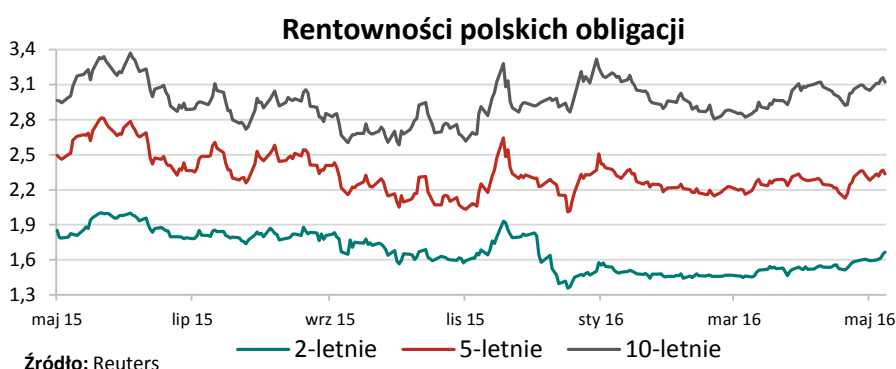


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,3863 (brak zmian w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). Przez cały ubiegły tydzień złotego charakteryzował się podwyższoną zmiennością. Mimo bogatego kalendarza makroekonomicznego kurs polskiej waluty kształtowany był głównie przez nastroje inwestorów związane z perspektywami polityki

monetarnej w USA. Spadek oczekiwań rynku na szybką normalizację polityki monetarnej w USA, znajdujący odzwierciedlenie w spadku rentowności amerykańskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości oddziaływał w kierunku umocnienia złotego i innych walut rynków wschodzących. Było ono szczególnie wyraźne w piątek, po publikacji wyraźnie niższych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy oraz indeksu ISM poza przetwórstwem.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kursu złotego będzie dzisiejsze wystąpienie szefowej FED J. Yellen. Uważamy, że będzie ono kluczowe z punktu widzenia oceny prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu Rezerwy Federalnej. Z uwagi na piątkowe słabe dane z amerykańskiej gospodarki (patrz powyżej) oczekujemy, że wystąpienie J. Yellen będzie miało gołębi wydźwięk, co będzie oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, a także dane nt. chińskiego bilansu handlowego nie spotykają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku. Uważamy, że neutralne dla złotego będzie również posiedzenie RPP.

Wystąpienie J. Yellen kluczowe dla polskiego rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,666 (wzrost o 7pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,334 (wzrost o 5pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,123 (wzrost o 7pb). Przez przeważającą część ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia ze wzrostem

rentowności polskich obligacji widocznym na całej długości krzywej dochodowości. W naszej ocenie ceny polskiego długu spadały głównie ze względu na rosnącą niepewność dotyczącą wyniku czerwcowego referendum w sprawie wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE (ostatnie sondaże wskazywały na wzrost prawdopodobieństwa Brexit). Oczekiwania inwestorów dotyczące perspektyw polityki monetarnej FED, a także krajowe czynniki miały naszym zdaniem mniejsze znaczenie. W USA mieliśmy bowiem do czynienia ze spadkiem rentowności obligacji, widocznym na całej długości krzywej. Wskazuje, to że oczekiwania na normalizację polityki monetarnej w USA zmniejszyły się, co powinno oddziaływać w kierunku wzrostu cen ryzykownych aktywów, w tym polskich obligacji. Jednocześnie w ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z relatywną na tle ostatnich tygodni stabilizacją spreadu pomiędzy

polскими a węgierskimi 10-letnimi obligacjami, co w naszej ocenie sygnalizuje ograniczony wpływ czynników krajowych na spadek cen długu. W piątek miała miejsce korekta w reakcji na wyraźnie niższe od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA oraz odczyt indeksu ISM poza przetwórstwem, w wyniku której doszło do spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej. Niemniej jednak, w piątek spread pomiędzy polskimi i niemieckimi 10-letnimi benchmarkowymi obligacjami zwiększył się do najwyższego poziomu od stycznia 2014 r.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie dzisiejsze wystąpienie szefowej FED J. Yellen. Naszym zdaniem, z uwagi na piątkowe wyraźnie słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiej gospodarki (patrz powyżej) jego wydzwięk będzie najprawdopodobniej gołębi, co może oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskich obligacji. Publikacja danych nt. chińskiego bilansu handlowego oraz wstępnego indeksu Uniwersytetu Michigan, a także posiedzenie RPP nie będą miały istotnego wpływu na polski rynek długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	cze 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*	4,11	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,40
Kurs USDPLN*	3,74	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,99
Kurs CHFPLN*	3,98	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,00
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	6,0	5,1	5,1
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,7	-0,7
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	4,0	4,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,7	4,7
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	2,8
Stopa bezrobocia rej.* (%)	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	9,1
Saldo ROB (mln EUR)	928	-963	-1174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	483	483	483
Eksport (r/r, % EUR)	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,7	-0,1	5,4	5,4	5,4
Import (r/r, % EUR)	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,3	7,3	1,7	2,1	2,1	2,1

* 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)	3,0	3,1	3,7	3,4	3,9	3,5	3,4	3,7	3,6	3,3	3,6	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	4,2	5,1	4,3	4,5	3,4	2,8	2,5	3,1	4,2	3,3	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	2,0	4,1	4,3	4,9	5,9	5,9	6,2	5,8	2,8	5,9	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,9	8,4	9,6	8,0	8,2	6,3	6,5	6,7	6,8	8,3	6,9	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,3	10,6	11,2	6,9	9,2	7,4	6,9	7,1	6,3	9,5	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	2,5	3,1	2,1	2,9	2,0	1,7	1,2	1,8	2,4	1,9
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,4	0,8	1,2	0,7	1,1	1,0	1,7	1,1	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,8	-0,6	0,7	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,3	-0,4	-0,2
Saldo obrotów bieżących***	-0,4	-1,0	-1,3	-1,4	-1,8	-2,2	-2,1	-2,0	-0,2	-1,4	-2,0	
Stopa bezrobocia (%)**	10,0	8,6	8,1	8,3	9,0	8,0	7,8	8,3	9,8	8,3	8,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,2	2,1	1,6	1,2	0,7	0,3	0,1	0,0	1,4	1,8	0,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	5,2	5,0	5,2	3,3	4,4	5,1	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-1,0	-0,8	0,1	1,6	1,7	1,5	1,6	-0,9	-0,6	1,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,68	1,68	1,68	1,68	1,93	2,10	2,26	1,72	1,68	2,26	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00	
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	3,99	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 06.06.2016r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Kwiecień	1,9		-0,5
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Czerwiec	6,2		7,0
Wtorek 07.06.2016r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	-1,3	0,5	0,6
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	I kw.	0,5	0,5	0,5
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	I kw.	1,5	1,5	1,5
Środa 08.06.2016r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Maj	45,6	55,6	58,0
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Czerwiec	1,50	1,50	1,50
Czwartek 09.06.2016r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-3,4		-3,3
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	2,3		2,3
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Kwiecień	23,6		22,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	268		270
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Kwiecień	0,1		0,1
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Kwiecień	0,7		0,9
Piątek 10.06.2016r.						
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	94,7	95,0	94,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Credit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters