W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek referendum nt. członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej.** Przeprowadzone w ostatnich tygodniach wśród Brytyjczyków sondaże wskazują na rosnące prawdopodobieństwo wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, chociaż ostateczny wynik głosowania obarczony jest wciąż dużą niepewnością. Według sondażu przeprowadzonego 13 czerwca przez TNS, 47% respondentów opowiada się za wyjściem Wielkiej Brytanii z UE (tzw. Brexit), a 40% ankietowanych wybrałoby pozostanie w UE. Niepewność co do wyniku referendum zwiększa duży odsetek osób niezdecydowanych (13%). Naszym scenariuszem bazowym jest pozostanie Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej. Taki wynik referendum oddziaływałby w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji. Z kolei Brexit skutkowałby wzrostem globalnej awersji do ryzyka (por. MAKROmapa z 23.05.2016), co w krótkim okresie miałoby negatywny wpływ na kurs złotego (osłabienie z zasięgiem 4,50 do euro) oraz ceny krajowego długu.
- **We wtorek i środę prezes FED J. Yellen przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej**. Oczekujemy, że w swoim wystąpieniu odniesie się ona do stopniowego powrotu równowagi na rynku pracy oraz powrotu inflacji do celu, co uzasadnia kontynuację normalizacji polityki pieniężnej w br. Szczególnie interesujące w wystąpieniu J. Yellen będą jej odpowiedzi na pytania dotyczące oczekiwanego tempa zacieśniania polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną w br. Choć nie należy oczekiwać nowych informacji w stosunku do tych dostarczonych na konferencji po czerwcowym posiedzeniu FOMC, jej wypowiedzi mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach. Naszym zdaniem, wpływ wystąpień J. Yellen na sytuację na rynkach finansowych będzie jednak ograniczony ze względu na utrzymującą się niepewność dotyczącą czwartkowego referendum w Wielkiej Brytanii.
- **W czwartek opublikowane zostaną wstępne czerwcowe wskaźniki koniunktury (PMI) w największych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszy się do 53,0 pkt. z 53,1 pkt. w maju. Do lekkiego spadku wskaźnika przyczyni się m.in. pogorszenie koniunktury w Niemczech i we Francji. We wtorek poznamy również odczyt indeksu ZEW, obrazującego nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Rynek oczekuje, że wartość indeksu spadła w czerwcu do 5,0 pkt. z 6,4 pkt. w maju. Na piątek zaplanowana jest publikacja indeksu Ifo obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 107,4 pkt. w czerwcu z 107,7 pkt. w maju. Jego publikacja będzie neutralna dla rynków.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W piątek opublikowane zostaną wstępne majowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zmniejszyły się one o 2,1% m/m wobec wzrostu o 3,4% w kwietniu (efekt wysokiej bazy). W tym tygodniu poznamy również dane nt. sprzedaży nowych domów (wzrost o 568 tys. w maju wobec 619 tys. w kwietniu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,60 mln wobec 5,45 mln). Zza oceanu napłyną ponadto dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (93,5 pkt. wobec 94,7 pkt. w maju) zasygnalizuje lekkie pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w czerwcu. Odczyty z USA będą miały najprawdopodobniej ograniczony wpływ na rynki finansowe.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej pozostał niezmieniony na poziomie [0,25%; 0,50%]. Na konferencji po posiedzeniu przedstawione zostały nowe projekcje makroekonomiczne członków FOMC. W porównaniu do marcowej projekcji prognoza tempa wzrostu gospodarczego w 2016 r. została obniżona do 2,0% wobec 2,2%, w 2017 r. zwiększona do 2,2% z 2,1%, a w 2018 r. podniesiona do 2,1% z 2,0%. Prognoza inflacji w 2016 r. została podwyższona do 1,8% z 1,6%, w 2017 r. do 2,0% wobec 1,9%, a w 2018 r. do 2,1% wobec 2,0%. Zgodnie z czerwcową projekcją stopa bezrobocia będzie stopniowo spadać do 4,4% w IV kw. 2017 r., a na koniec 2018 r. wzrośnie nieznacznie do 4,5%. FED jednocześnie utrzymał swój szacunek naturalnej stopy bezrobocia (4,8%). Mediana oczekiwań dotyczących wysokości stóp procentowych na koniec 2016 r. nie zmieniła się w porównaniu do marcowej projekcji i wyniosła 0,875%. Obniżeniu uległy jednak prognozy wysokości stóp procentowych na koniec 2017 r. (1,625% - spadek o 25 pb w porównaniu do marcowej projekcji) i 2018 r. (2,375% - spadek o 62,5 pb), co wskazuje, że członkowie FOMC oczekują wolniejszego tempa normalizacji polityki monetarnej w USA w kolejnych latach. Obniżony został również długookresowy (naturalny) poziom stopy procentowej (3,0% - spadek o 25 pb). Podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym zakładamy dwie podwyżki docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej po 25 pb (w lipcu i grudniu) do poziomu [0,75%; 1,00%] na koniec br., co jest spójne z projekcją FOMC na 2016 r. Podwyżka stóp procentowych w lipcu będzie miała miejsce jeśli dane wskażą na kontynuację poprawy na rynku pracy. Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o ok. 140 tys. m/m w czerwcu, co pozwoli ustabilizować stopę bezrobocia na poziomie stopy bezrobocia naturalnego (4,8%) stanowiąc jednocześnie silny argument dla członków FED za decyzją o zacieśnieniu polityki monetarnej. Ryzykiem dla naszego scenariusza jest ewentualne wyjście Wielkiej Brytanii z UE.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w maju o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,6% w kwietniu, co było efektem jej niższej dynamiki w przetwórstwie oraz dostarczaniu mediów. W przeciwnym kierunku oddziaływało wyższe tempo wzrostu produkcji w górnictwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w maju do 74,9% wobec 75,3%. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży detalicznej, której dynamika zmniejszyła się w maju do 0,5% m/m wobec 1,3% w kwietniu, co było efektem obniżenia jej tempa wzrostu w większości kategorii. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w maju o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,5% w kwietniu. W ubiegłym tygodniu opublikowano również dane nt. liczby rozpoczętych budów (1164 tys. w maju wobec 1167 tys. w kwietniu) oraz nowych pozwoleń na budowę (1138 tys. wobec 1130 tys.), które wskazały na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State zwiększył się w czerwcu do 6 pkt. wobec -9 pkt. w maju, a indeks Philadelphia FED wzrósł w czerwcu do 4,7 pkt. wobec -1,8 pkt. w maju, sygnalizując poprawę sytuacji w przetwórstwie. Ubiegłotygodniowe 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 0,8% w I kw.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie przedstawiona została ocena, zgodnie z którą frank szwajcarski jest nadal znacząco przewartościowany, a SNB będzie nadal aktywny na rynku walutowym w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została w niej zrewidowana w górę w porównaniu do marcowej projekcji

m.in. z uwagi na silniejszy od oczekiwań wzrost cen ropy naftowej. Zgodnie z czerwcową projekcją w 2016 r. inflacja wyniesie -0,4% (-0,8% w marcowej projekcji), 0,3% w 2017 r. (0,1%) oraz 0,9% w 2018 r. (brak zmian w porównaniu do marcowej projekcji). Utrzymana została prognoza szwajcarskiego PKB w 2016 r., którego wzrost zgodnie z oczekiwaniami SNB ukształtuje się pomiędzy 1,0% a 1,5%. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) oraz osłabienie franka wobec euro w reakcji na wynik referendum wskazujący na pozostanie Wielkiej Brytanii w UE (spadek globalnej awersji do ryzyka), oczekujemy, że kurs CHFPLN obniży do 3,84 na koniec 2016 r.

- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w maju o 3,5% r/r wobec wzrostu o 6,0% w kwietniu.** Wysoka dynamika produkcji w branżach z istotnym udziałem eksportu w przychodach ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów wskazuje na istotny wpływ silnego popytu zewnętrznego na aktywność w krajowym przetwórstwie przemysłowym (por. MAKROpuls z 17.06.2016). Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach zwiększający się popyt zewnętrzny będzie nadal stanowił wsparcie dla krajowej produkcji, na co wskazują majowe dane PMI, sygnalizujące utrzymujący się umiarkowanie szybki wzrost nowych zamówień w niemieckim przetwórstwie przemysłowym. Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w maju o 13,7% r/r wobec spadku o 14,8% w kwietniu. Naszym zdaniem główną przyczyną spadku produkcji budowlano-montażowej w maju było – podobnie jak w poprzednich miesiącach br. - wyhamowanie inwestycji publicznych, związane ze zmniejszonym wykorzystaniem środków unijnych na początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w kolejnych miesiącach, mimo niskiej aktywności inwestycyjnej sektora publicznego, roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej będzie stopniowo rosnąć, do czego przyczynią się efekty niskiej ubiegłorocznej bazy. Dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w II kw. nastąpi jedynie nieznaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 3,1% r/r z 3,0% w I kw.
- **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w maju o 2,2% r/r wobec wzrostu o 3,2% w kwietniu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż detaliczna zwiększyła się w maju o 4,3% r/r wobec wzrostu o 5,5% w kwietniu. Spowolnienie wzrostu sprzedaży detalicznej w maju wskazuje, że – wbrew naszym oczekiwaniom - wypłaty środków w ramach programu 500plus (w kwietniu i maju wypłacono łącznie 2,2 mld zł) nie przyczyniły się, jak dotąd, do istotnego przyspieszenia wzrostu wydatków gospodarstw domowych. Naszym zdaniem jest dość prawdopodobne, że część beneficjentów tego programu wstrzymuje się z wydatkami do czasu, gdy ich skumulowany poziom pozwoli zrealizować bardziej kosztowne zakupy (por. MAKROpuls z 17.06.2016). Dane o sprzedaży stanowią lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji prywatnej wzrośnie do 4,2% r/r w II kw. wobec 3,2% w I kw.
- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w maju do -0,9% r/r wobec -1,1% w kwietniu.** Do wzrostu inflacji przyczyniły się niższe tempo spadku cen paliw oraz wyższa dynamika cen w kategorii "żywność i napoje bezalkoholowe" (por. MAKROpuls z 13.06.2016). Inflacja bazowa nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła -0,4% r/r. Oczekujemy, że kwiecień był miesiącem z najniższym rocznym wskaźnikiem inflacji CPI w br. i w kolejnych miesiącach (podobnie jak w maju) będziemy mieli do czynienia ze stopniowym wzrostem dynamiki cen w ujęciu rocznym. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do listopada 2016 r., a w całym 2016 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r.
- **W kwietniu odnotowano nadwyżkę na polskim rachunku obrotów bieżących w wysokości 594 mln EUR wobec deficytu 103 mln EUR w marcu.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów wtórnych, obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 322 mln EUR, 316 mln EUR i 214 mln EUR wyższe niż w marcu). W przeciwnym kierunku oddziaływało niższe saldo dochodów pierwotnych (o 165 mln EUR niższe niż w marcu). Dynamika eksportu zwiększyła się w kwietniu do 4,8% r/r wobec -0,1% w marcu, a dynamika importu spadła do 0,4% r/r wobec 1,7%. Dane sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy,

zgodnie z którą 2016 r. relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się w II kw. br, do -1,0% wobec -0,4% w I kw. br., a w całym 2016 r. wyniesie ona -1,0%.

- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w maju do 4,1% r/r wobec 4,6% w kwietniu.** Nominalne tempo wzrostu płac drugi miesiąc z rzędu ukształtowało się powyżej poziomu 4,0%, co jest spójne z jego nowym krótkookresowym trendem (por. MAKROpuls 17.06.2016). Roczna dynamika zatrudnienia w maju nie zmieniła się w stosunku do kwietnia i wyniosła 2,8%. W rezultacie realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w maju 8,0% r/r wobec 8,7% w kwietniu i 7,3% w I kw. Przyspieszenie realnego funduszu płac w II kw. w stosunku do I kw. oraz uruchomienie wypłat z programu Rodzina 500+ stanowią wsparcie dla naszego scenariusza znaczącego wzrostu realnej dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw. wobec I kw.
- **W ubiegłym tygodniu polski rząd przyjął założenia do budżetu na 2017 r.** Zgodnie z założeniami w 2017 r. realne tempo wzrostu PKB wyniesie 3,9% wobec 3,8% w 2016 r. Głównymi czynnikami wzrostu PKB będą spożycie prywatne oraz inwestycje publiczne. Jednocześnie inflacja w 2017 r. zwiększy się do 1,3% r/r wobec -0,4% w 2016 r. Przyjęte przez rząd założenia do budżetu są zbliżone do naszych prognoz. Oczekujemy, że PKB w 2017 r. zwiększy się o 3,6% wobec 3,3% w 2015 r., a inflacja wzrośnie do 1,6% r/r wobec -0,6% w 2016 r. W ubiegłym tygodniu premier B. Szydło poinformowała również, że w 2017 r. płaca minimalna zostanie zwiększona do 2000 zł brutto wobec 1850 zł w 2016 r. Tym samym tempo wzrostu płacy minimalnej w 2017 r. będzie wyższe niż w 2016 r. (8,1% w 2017 r. wobec 5,7% w 2016 r.). Silniejszy wzrost płacy minimalnej będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w 2017 r., co jest zgodne z naszym scenariuszem makroekonomicznym.

Czy inwestycje przedsiębiorstw przyspieszą?

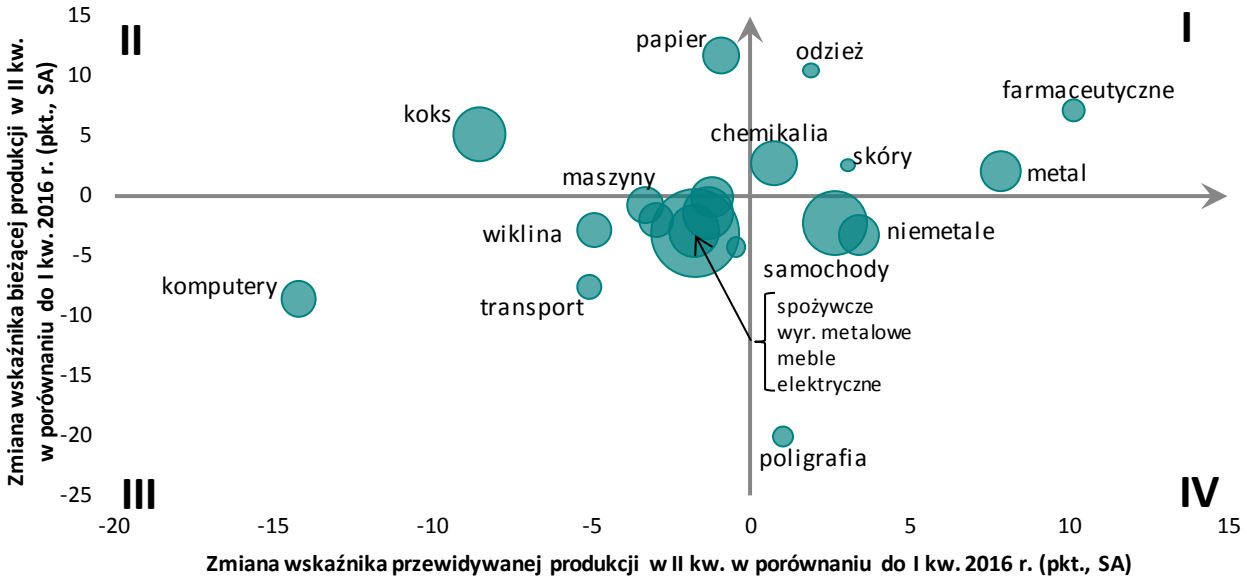
Zgodnie z danymi GUS w I kw. br. dynamika nominalnych inwestycji przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zmniejszyła się do -5,7% r/r wobec 13,4% w IV kw. Tym samym jest to pierwszy kwartał spadku inwestycji po dziewięciu kwartałach w których notowano (z wyjątkiem II kw. 2015 r.) dwucyfrowy wzrost w ujęciu rocznym. Celem poniższej analizy jest odpowiedź na pytanie czy spadek inwestycji w sektorze przedsiębiorstw był trwałym zjawiskiem.

Źródłem spadku dynamiki nominalnych inwestycji przedsiębiorstw 50+ w I kw. był przede wszystkim niższy wkład nakładów inwestycyjnych w usługach (-3,1 pkt. proc. wobec +9,5 pkt. w IV kw. ub. r.). Było to spowodowane przede wszystkim silnym spadkiem dynamiki inwestycji w kategorii „transport i gospodarka magazynowa" (do -29,0% r/r z 18,1% w IV kw.). W ostatnich kwartałach w kierunku pogorszenia sytuacji w tej branży i ograniczenia inwestycji oddziaływało kilka czynników: rosnące zatory płatnicze, obowiązujący w lutym br. zakaz wjazdu samochodów ciężarowych do Rosji, wprowadzenie płacy minimalnej w Niemczech oraz kryzys migracyjny. Zgodnie z lutowym komunikatem Krajowego Rejestru Długów, w ciągu roku zadłużenie branży transportowej zwiększyło się o 149 mln zł i wyniosło 487 mln zł. W tym samym okresie o ok. 60% wzrosła liczba firm transportowych zajmujących się przewozem towarów, które trafiły do Krajowego Rejestru Długów. Od stycznia 2015 r. polskich kierowców jadących docelowo do Niemiec lub zajmujących się tam kabotażem (transport wewnątrz kraju) obowiązuje płaca minimalna w wysokości 8,5 EUR/godzinę. Jej wprowadzenie oznacza wzrost kosztów działalności części firm z branży transportowej, co obniża ich rentowność i skłonność do inwestowania. Tym samym biorąc pod uwagę planowane wprowadzenie podobnych przepisów dotyczących płacy minimalnej również we Francji od lipca br., uważamy, że odbicie dynamiki inwestycji w branży transportowej (a w efekcie również w usługach ogółem) jest mało prawdopodobne w kolejnych kwartałach. Takie wnioski sygnalizują również wyniki badań koniunktury GUS. Wskazują one na stabilizację tempa wzrostu inwestycji w usługach w II kw.

Do spadku inwestycji przedsiębiorstw 50+ w dużym stopniu przyczyniło się również silne obniżenie dynamiki inwestycji w energetyce (związane z efektem wysokiej ubiegłorocznej bazy). Od połowy 2014 r. realizowano szereg kluczowych przedsięwzięć (rozbudowa i modernizacja starych bloków i budowa nowych bloków energetycznych) w tej branży. Szczyt cyklu inwestycyjnego przypadł na I kw. 2015 r., kiedy wzrosły one o 76,1% r/r wobec 27,7% w IV kw. podbijając dynamikę inwestycji całego sektora przedsiębiorstw o 5,8 pkt. proc. Ustąpienie tego efektu w II kw. przyczyni się do wzrostu dynamiki inwestycji w tej kategorii.

Dynamika nominalnych inwestycji przedsiębiorstw 50+ w przetwórstwie zwiększyła się w I kw. br. do 8,9% r/r wobec 6,2% w I kw. ub. r. W największym stopniu do wzrostu dynamiki inwestycji w tym sektorze przyczyniło się przyspieszenie inwestycji w działach „produkcja artykułów spożywczych", „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep", „produkcja papieru i wyrobów z papieru" oraz „produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych". W naszej ocenie głównym bodźcem dla szybkiego wzrostu inwestycji w I kw. był wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie przemysłowym, który wyniósł 79,1% wobec 78,3% w IV kw. ub. r. (dane odsezonowane). Wraz ze wzrostem popytu i stopnia wykorzystania mocy wytwórczych przedsiębiorstwa stają przed koniecznością zwiększania nakładów na środki trwałe. Ostatecznie decyzja o zwiększeniu aparatu produkcyjnego w znacznym stopniu zależy jednak od oczekiwań przedsiębiorców co do przyszłego poziomu produkcji. Dlatego też uważamy, że dalsze przyspieszenie inwestycji w przetwórstwie nastąpi przede wszystkim w tych branżach, w których planowany jest dalszy wzrost produkcji. Jako miarę oczekiwań przedsiębiorców przyjęliśmy kombinację dwóch wyrównanych sezonowo wskaźników koniunktury GUS: bieżący poziom produkcji oraz oczekiwany poziom produkcji. Następnie obliczyliśmy różnice pomiędzy wartościami wspomnianych wyżej wskaźników dla poszczególnych branż przetwórstwa pomiędzy I kw. br. a pierwszymi dwoma miesiącami II kw. br. Interpretacja wykresu jest następująca:

- Zmiana wskaźnika bieżącej produkcji dodatnia, zmiana wskaźnika oczekiwanej produkcji dodatnia (tempo wzrostu produkcji pomiędzy II kw. a I kw. zwiększyło się, oczekiwania co do przyszłego tempa wzrostu poprawiły się w II kw. w stosunku do I kw.; I ćwiartka)
- Zmiana wskaźnika bieżącej produkcji dodatnia, zmiana wskaźnika oczekiwanej produkcji ujemna (tempo wzrostu produkcji pomiędzy II kw. a I kw. zwiększyło się, oczekiwania co do przyszłego tempa wzrostu pogorszyły się w II kw. w stosunku do I kw.; II ćwiartka)
- Zmiana wskaźnika bieżącej produkcji ujemna, zmiana wskaźnika oczekiwanej produkcji dodatnia (tempo wzrostu produkcji pomiędzy II kw. a I kw. zmniejszyło się, oczekiwania co do przyszłego tempa wzrostu poprawiły się w II kw. w stosunku do I kw.; IV ćwiartka)
- Zmiana wskaźnika bieżącej produkcji ujemna, zmiana wskaźnika oczekiwanej produkcji ujemna (tempo wzrostu produkcji pomiędzy II kw. a I kw. zmniejszyło się, oczekiwania co do przyszłego tempa wzrostu pogorszyły się w II kw. w stosunku do I kw.; III ćwiartka)



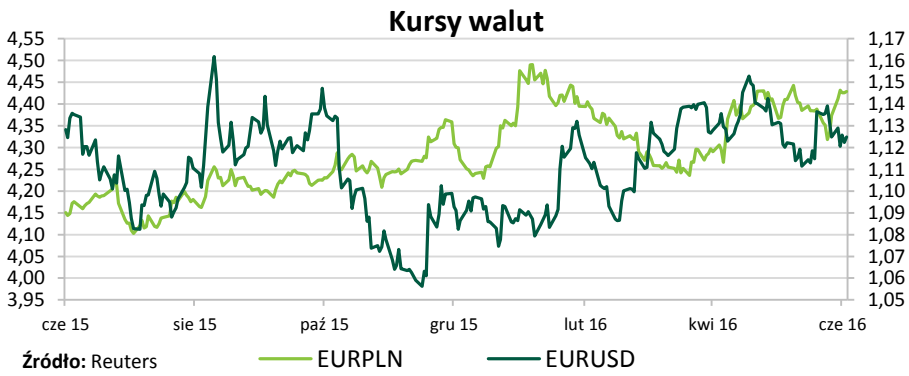
*Powierzchnia koła na wykresie oznacza udział danej branży w całości produkcji przedsiębiorstw sektora przetwórczego

Źródło: GUS, Credit Agricole

Zgodnie z informacjami zawartymi na wykresie 10 branż znajduje się w III ćwiartce co oznacza, że zarówno bieżące tempo wzrostu produkcji w tych sektorach jak i oczekiwania co do jego przyszłego wzrostu pogorszyły się w II kw. w porównaniu do I kw. Wspomniane branże odpowiadają łącznie za 56,5% produkcji w przetwórstwie. Skala pogorszenia sytuacji w tych kategoriach jest jednak nieznaczna (zmiana wskaźnika tylko lekko ujemna), co oznacza, że wynikające z niej ograniczenie inwestycji będzie prawdopodobnie niewielkie. Jest to spójne z obserwowanym w II kw. spadkiem stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie do 78,3% w II kw. 2016 r. z 79,1% w I kw. W siedmiu innych branżach (odpowiadających łącznie za 23,7% produkcji w przetwórstwie) nastąpiła poprawa oceny przewidywanego poziomu produkcji. Uważamy zatem, że w połączeniu z wciąż wysokim wykorzystaniem mocy wytwórczych, w II kw. nastąpi nieznaczne przyspieszenie wzrostu nakładów na środki trwałe w przetwórstwie.

Naszym zdaniem, spadek inwestycji przedsiębiorstw w I kw. był przejściowy, na co wskazują efekty wysokiej bazy w energetyce oraz utrzymujący się wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie. Biorąc pod uwagę niekorzystną sytuację w branży transportowej oraz pogorszenie oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących przyszłego poziomu produkcji, skala ożywienia inwestycji firm w II kw. będzie w naszej ocenie nieznaczna. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym wzrost inwestycji będzie podwyższona niepewność dotycząca kształtowania się warunków makroekonomicznych. Zgodnie z wynikami badań koniunktury NBP (Szybki monitoring, maj 2016), jako główną barierę dla rozpoczęcia planowanych inwestycji przedsiębiorstwa wskazują nasilającą się ogólnie pojętą niepewność (11,7% wskazań). Niepewność jest obecnie dla przedsiębiorstw poważniejszym problemem niż niedostateczny popyt (3,2%), czy obniżające się ceny (1,9%). Jednocześnie oczekujemy stopniowej odbudowy inwestycji publicznych, co w połączeniu z wygasaniem efektu wysokiej bazy będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia rocznej dynamiki nakładów inwestycyjnych realizowanych przez sektor publiczny. Zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszej prognozy inwestycji ogółem (2,0% r/r w II kw. wobec -1,8% w I kw.).

Przewidujemy umocnienie złotego po referendum w sprawie Brexit



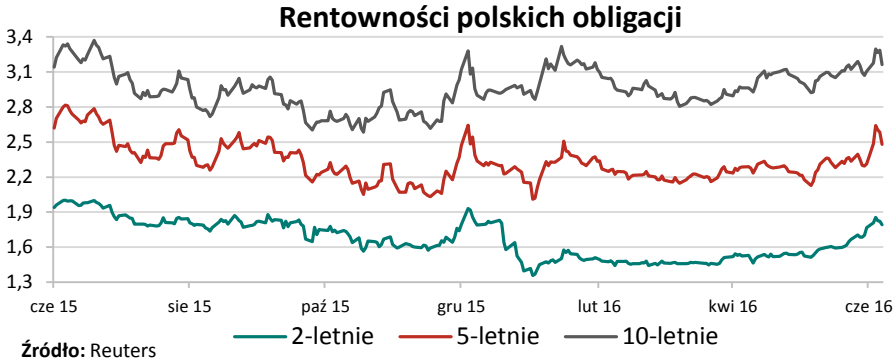
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4290 (osłabienie złotego o 1,2%). W ubiegłym tygodniu kurs złotego, mimo bogatego kalendarza wydarzeń ekonomicznych, kształtowany był głównie przez nastroje inwestorów związane z Brexit. Opublikowane w ostatnich dniach sondaże wskazujące na istotny wzrost prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE oddziaływały w kierunku wzrostu awersji do ryzyka. W efekcie przez cały ubiegły tydzień waluty regionu znajdowały się w trendzie deprecjacyjnym. W poniedziałek i wtorek złoty osłabił się łącznie o 1,6% a w kolejnych dniach kurs polskiej waluty oscylował wokół 4,43 za euro.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie czwartkowe referendum nt. wyjścia Wielkiej Brytanii w UE. Naszym scenariuszem bazowym jest pozostanie Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej. Taki wynik referendum oddziaływałby w kierunku umocnienia złotego. W przypadku wyniku referendum wskazującym na wyjście Wielkiej Brytanii z UE może dojść do osłabienia złotego z zasięgiem 4,50 do euro. We wtorek i środę oczekujemy podwyższonej zmienności kursu złotego z uwagi na wystąpienia szefowej FED J. Yellen. Uważamy, że dane z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, zamówienia na dobra trwałego użytku oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan), wstępne

odczyty indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek, a także indeksy Ifo i ZEW dla Niemiec pozostaną w cieniu referendum. Tym samym ich wpływ na kurs złotego będzie w naszej ocenie ograniczony.

Referendum w sprawie Brexit w centrum uwagi rynku długu



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,791 (wzrost o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,481 (wzrost o 17pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,163 (wzrost o 6pb). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji ze względu na wzrost prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, na które wskazywały opublikowane w ostatnich dniach sondaże. W czwartek i piątek ceny polskiego długu nieznacznie rosły, co związane było w naszej ocenie z publikacją bardziej gołębich od oczekiwań projekcji makroekonomicznych FOMC, wskazujących na wolniejsze tempo normalizacji polityki monetarnej w kolejnych latach i niższą stopę procentową równowagi (patrz powyżej). Wpływ pozostałych danych ze światowej gospodarki oraz licznych krajowych odczytów na ceny polskiego długu był ograniczony.

W tym tygodniu, w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie czwartkowe referendum w sprawie Brexit. W przypadku realizacji naszego scenariusza bazowego zakładającego wynik wskazujący na pozostanie Wielkiej Brytanii w UE oczekujemy wzrostu cen polskich obligacji na całej długości krzywej dochodowości. Jeśli jednak Brytyjczycy opowiedzą się za wyjściem z UE, może dojść do wyprzedaży na rynkach wschodzących, w tym polskim rynku długu. Wystąpienia szefowej FED J. Yellen we wtorek i w środę mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności rentowności polskich obligacji. W naszej ocenie dane z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, zamówienia na dobra trwałego użytku oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan), wstępne odczyty indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek, a także indeksy Ifo i ZEW dla Niemiec pozostaną w cieniu referendum. W efekcie ich wpływ na ceny polskiego długu będzie ograniczony.

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	**3,89**
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	**4,04**
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	-0,9	
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	-0,4	
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	3,5	
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	
Sprzedaż 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	2,2	
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	4,1	
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	
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**	
Saldo ROB (mln EUR)	928	-963	-1174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	594		
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	4,8		
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	0,4		

* 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	8,7	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	3,89	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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Wtorek 21.06.2016r.				
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Czerwiec	6,4		5,0
		Środa 22.06.2016r.				
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Maj	5,45	5,60	5,50
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	-7,0		-7,1
		Czwartek 23.06.2016r.				
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	52,1		52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Czerwiec	53,3		53,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	51,5		51,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Czerwiec	53,1		53,0
14:00	**Polska**	***Minutes* z posiedzenia RPP**	**Czerwiec**			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	264		270
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	50,7		50,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Maj	619	568	578
		Piątek 24.06.2016r.				
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	107,7	107,4	107,5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	3,4	-2,1	-1,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	94,3	93,5	94,0

* 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

MAKRO MAPA

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI
Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: **mboineau@credit-agricole.pl**

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.