

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji ratingu długoterminowego długu Polski przez agencję Standard & Poor's.** Uważamy, że rating Polski zostanie utrzymany na niezmiennym poziomie (BBB+). Biorąc pod uwagę, że w styczniu br. agencja obniżyła rating Polski oraz zmieniła jego perspektywę z pozytywnej do negatywnej, w centrum uwagi rynków będzie tonacja komunikatu pozwalająca ocenić prawdopodobieństwo rewizji ratingu Polski w dół w najbliższych miesiącach. Przy ocenie w styczniu br. S&P zaznaczył, że ewentualna decyzja o dalszym obniżeniu ratingu może być spowodowana ograniczeniem wiarygodności banku centralnego lub znaczącym pogorszeniem sytuacji w finansach publicznych. Naszym zdaniem obie wymienione przez agencję przesłanki obniżenia ratingu nie wystąpiły, choć agencja może wskazać na Brexit jako czynnik ryzyka dla stabilności finansów w średnim terminie. Ponadto, kryzys wokół Trybunału Konstytucyjnego, stanowiący jedną z najważniejszych przyczyn obniżenia ratingu w styczniu br., nie uległ w naszej ocenie nasileniu. W konsekwencji, nie spodziewamy się decyzji o obniżeniu ratingu, a tonacja komunikatu nie ulegnie najprawdopodobniej istotnym zmianom. Oczekujemy, że publikacja komunikatu S&P nie będzie miała istotnego wpływu na kursu złotego i ceny polskiego długu. Decyzja S&P zostanie ogłoszona najprawdopodobniej po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym jej ewentualny wpływ zmaterializuje się dopiero w kolejnym tygodniu.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** We wtorek zostanie opublikowany finalny szacunek amerykańskiego PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostało zrewidowane do 1,0% wobec 0,8% w drugim szacunku ze względu na wzrost wkładu eksportu netto. Zza oceanu napłyną ponadto dane dotyczące nastrojów konsumentów i przedsiębiorców. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (wzrost do 93,1 pkt. wobec 92,6 pkt. w maju) będzie odzwierciedlał poprawę nastrojów gospodarstw domowych w czerwcu. Prognozujemy, że indeks ISM w przetwórstwie zmniejszył się nieznacznie do 51,0 pkt. w czerwcu wobec 51,3 pkt. w maju, co będzie spójne z mieszanymi wynikami regionalnych badań koniunktury. Nasze prognozy dotyczące odczytów wskaźników makroekonomicznych w USA kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacje powinny być neutralne dla rynków finansowych.
- **W czwartek opublikowane zostaną wstępne dane o czerwcowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem ukształtowała się na poziomie -0,9 – -1,0% r/r wobec -0,9% w maju.** Precyzyjna ocena poziomu wskaźnika CPI będzie możliwa dopiero po zapoznaniu się z danymi o cenach żywności i paliw z ostatniego tygodnia czerwca. Uważamy, że w kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen żywności. Nasza prognoza inflacji kształtuje się poniżej konsensusu (-0,8%). Tym samym jej materializacja będzie oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W piątek poznamy odczyty indeksów PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że wskaźnik Caixin PMI zmniejszył się do 49,1 pkt. w czerwcu wobec 49,2 pkt. w maju. Prognozujemy, że spadek odnotował również indeks PMI wg CFLP, który wyniósł 49,9 pkt. w czerwcu wobec 50,1 pkt. w maju. Na obniżenie aktywności w przetwórstwie wskazuje naszym zdaniem obserwowany w ostatnim czasie słaby wzrost akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw. Wyniki badań koniunktury w Chinach będą naszym zdaniem neutralne dla cen polskich aktywów.
- **W piątek opublikowane zostaną czerwcowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI wzrósł w czerwcu do 53,1 pkt. wobec 52,1 pkt. w maju. Naszym zdaniem głównym źródłem zwiększenia tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie była wyraźna poprawa koniunktury w Niemczech odnotowana w czerwcu (patrz poniżej). W naszej ocenie publikacja indeksu PMI pozostanie w cieniu wieczornej oceny ratingu Polski przez agencję S&P, a tym samym nie powinna się ona spotkać ze znaczącą reakcją ze strony rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się referendum nt. członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej.** Zgodnie z oficjalnymi wynikami, 51,9% głosujących opowiedziało się za wyjściem z UE (patrz poniżej).
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne czerwcowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się w czerwcu do 52,8 pkt. wobec 53,1 pkt. w maju. Na spadek indeksu złożyły się niższe wartości wskaźnika w Niemczech (54,1 pkt. w czerwcu wobec 54,5 pkt. w maju) oraz we Francji (49,4 pkt. wobec 50,9 pkt.). Zmniejszenie indeksu w Niemczech wynikało obniżenia aktywności w sektorze usług, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje przyspieszenie wzrostu nowych zamówień w przetwórstwie (56,8 pkt. w czerwcu wobec 53,1 pkt. w lipcu). W znacznym stopniu wynikało on z silnego zwiększenia składowej dla nowych zamówień eksportowych (54,8 pkt. w czerwcu wobec 50,9 pkt. w maju), które ukształtowały się na najwyższym poziomie od lutego 2014 r., wskazując na znaczącą poprawę popytu zewnętrznego. Pogorszenie koniunktury we Francji było efektem niższych składowych zarówno dla aktywności w sektorze usług jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie. W pozostałych krajach strefy euro uwzględnionych w badaniu odnotowano kontynuację wzrostu aktywności gospodarczej. W całym II kw. zagregowany indeks PMI dla strefy euro zmniejszył się do 52,9 pkt. wobec 53,2 pkt. w I kw. 2016 r. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro w II kw. obniży się do 0,4% wobec 0,6% w I kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w maju do 5,53 mln wobec 5,43 mln w kwietniu, z kolei sprzedaż nowych domów obniżyła się w maju do 551 tys. wobec 586 tys. w kwietniu. Odczyty ukształtowały się tym samym na relatywnie wysokim w porównaniu do ostatnich kilku lat poziomie, co wskazuje na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w maju o 2,2% m/m wobec wzrostu o 3,3% w kwietniu. Zmniejszenie miesięcznej dynamiki pomiędzy kwietniem a majem było efektem niższego tempa zamówień w większości działów. Po wyłączeniu środków transportu dynamika zamówień wyniosła -0,3% m/m w maju wobec 0,5% w kwietniu. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje kontynuacja spadku zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (-3,6% r/r w maju wobec -4,2% w kwietniu), będących wskaźnikiem wyprzedzającym dla przyszłych inwestycji. Na nieznaczące pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w czerwcu do 93,5 pkt. wobec 94,7 pkt. w maju i 94,3 pkt. we wstępnym odczycie. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało zwiększenie jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają 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. Kontynuacja spadku zamówień na dobra trwałe w USA oraz ubiegłotygodniowy wynik referendum wskazujący na Brexit stanowią czynnik ryzyka w dół dla tempa wzrostu gospodarczego w USA w II poł. br.
- **We wtorek i w środę prezes FED J. Yellen przedstawiła półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami jej wystąpienie nie dostarczyło nowych, istotnych informacji nt. perspektyw polityki monetarnej FED. Uważa ona, że wzrost zmienności na globalnym rynku finansowym związany w wyniku referendum wskazującym na wyjście Wielkiej Brytanii z UE może mieć negatywne konsekwencje

Brexit, i co dalej?

dla perspektyw wzrostu gospodarczego i w ocenie FED wymusza ostrożne podejście przy podejmowaniu kolejnych decyzji o podwyżkach stóp procentowych. Tym samym wynik referendum w Wielkiej Brytanii wskazujący na Brexit, stanowi ryzyko w dół dla naszego scenariusza, 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.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury dla niemieckiej gospodarki.** Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w czerwcu do 19,2 pkt. wobec 6,4 pkt. w maju. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Zwiększył się on w czerwcu do 108,7 pkt. wobec 107,7 pkt. w maju. Wzrost indeksu wynikał z wyższych składowych indeksów zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w 3 z 4 działów (przetwórstwie, budownictwie oraz handlu hurtowym). Nieznaczne pogorszenie sytuacji miało miejsce jedynie w handlu detalicznym. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zmniejszy się w II kw. do 0,3% wobec 0,7% w I kw.

 **Brexit, i co dalej?**

W ubiegłym tygodniu odbyło się referendum nt. członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej. Zgodnie z oficjalnymi wynikami, 51,9% głosujących opowiedziało się za wyjściem z UE (tzw. Brexit). Decyzja o Brexit oddziaływała w kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka, co miało negatywny wpływ na kursy walutowe i ceny długu rynków wschodzących oraz oddziaływało w kierunku wzrostu ich zmienności. W efekcie, w piątek mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego względem euro o ok. 1,4% i wzrostem rentowności polskich obligacji o ok. 15 pb na długim końcu krzywej (wzrost spreadu względem obligacji niemieckich o 30 pb). Celem poniższej analizy jest przedstawienie wpływu tego zdarzenia na sytuację gospodarczą w Polsce oraz kształtowanie się kursu złotego i cen polskiego długu w krótkim okresie.

Procedurę wyjścia Wielkiej Brytanii z UE opisaliśmy w MAKROmapie z 14.03.2016. Na podstawie przeprowadzonej wtedy analizy można wyciągnąć wniosek, że Traktaty o Unii Europejskiej, 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 podjęcia decyzji o Brexit w ubiegłotygodniowym referendum. Tym samym oczekujemy, że podwyższona obecnie awersja do ryzyka i wynikająca z tego wyprzedaż aktywów na rynkach wschodzących może utrzymać się jeszcze przez kilka tygodni, jednakże w horyzoncie kilku miesięcy ze względu na brak istotnych zmian w relacjach Wielkiej Brytanii z UE w średnim okresie, nastroje na rynkach finansowych powinny się poprawić, co będzie stanowić wsparcie dla kursu złotego. Taką ocenę wspierają wypowiedzi brytyjskich polityków, którzy przed referendum opowiadali się za Brexit i szybkim rozpoczęciem procesu wyjścia z Wielkiej Brytanii, a teraz złagodzili swoje nastawienie. M.in. B. Johnson, burmistrz Londynu zaznaczył, iż Wielka Brytania nie powinna szybko rozpocząć oficjalnych procedur wyjścia z UE oraz dodał, że „w krótkim okresie nic się nie zmieni”.

Uważamy, że tak długo jak osłabienie kursu złotego (podobnie jak również innych walut rynków wschodzących) jest spowodowane podwyższonym poziomem globalnej awersji do ryzyka związanej z obawami rynków o dalszą dezintegrację UE (tzw. efekt domina), interwencje walutowe NBP w celu ograniczenia deprecjacji polskiej waluty są mało prawdopodobne. Interwencje walutowe mogłyby zostać zastosowane dopiero w przypadku, gdy podwyższona zmienność kursu złotego wynikałaby z gwałtownej, mającej charakter spekulacyjny, wyprzedaży polskiej waluty. W ramach dotychczasowej

strategii NBP, interwencje walutowe były bowiem stosowane w celu ograniczenia zmienności kursu złotego, a nie ustabilizowania kursu EURPLN na konkretnym poziomie. Takie działanie byłoby również spójne z wyrażonym ostatnio stanowiskiem prezesa NBP, A. Głapińskiego. Jego zdaniem NBP będzie stosował politykę interwencji, aby przeciwdziałać nagłym zmianom kursu złotego.

W ubiegłym tygodniu, w swoim wystąpieniu przed Kongresem, J. Yellen wskazywała Brexit jako jeden z czynników, który zwiększa niepewność dotyczącą perspektyw kształtowania się stóp procentowych FOMC w najbliższych miesiącach. Tym samym wynik referendum stanowi czynnik ryzyka w dół dla naszego scenariusza dotyczącego perspektyw polityki pieniężnej w USA, 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. Wyceniane przez kontrakty terminowe prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych do końca br. obniżyło się do 23,7% wobec z 55,8% przed czwartkowym referendument. Dodatkowo rynki zaczęły wyceniać 5,3% prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych w br. Zmniejszenie oczekiwanego przez rynki tempa normalizacji polityki pieniężnej w USA będzie oddziaływało w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskiego długu do końca br.

W wyniku Brexit może dojść do spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro (m.in. poprzez nasilenie obaw uczestników rynkowych o dalszą dezintegrację UE, zawirowania na rynkach finansowych oraz spowolnienie wzrostu inwestycji). Tym samym, naszym zdaniem wzrosło prawdopodobieństwo dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC w najbliższych kwartałach (np. poprzez zwiększenie skali programu skupu aktywów). Taki działanie ze strony EBC miałoby pozytywny wpływ na kurs złotego i ceny krajowego długu oraz – poprzez wsparcie dla aktywności gospodarczej w strefie euro - na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce.

Negatywny wpływ Brexit na dynamikę PKB w Polsce (pkt. proc.)*	
Spadek eksportu do Wielkiej Brytanii	< 0,01
Brak napływu nowych BIZ	0,23
Odptyw zysków (BIZ), które byłyby reinwestowane	0,09
Spowolnienie wzrostu gospodarczego w UE (z wył. Wlk. Brytanii)	0,18
Całkowity wpływ	0,50

*obniżenie rocznej dynamiki PKB w horyzoncie jednego roku od Brexit

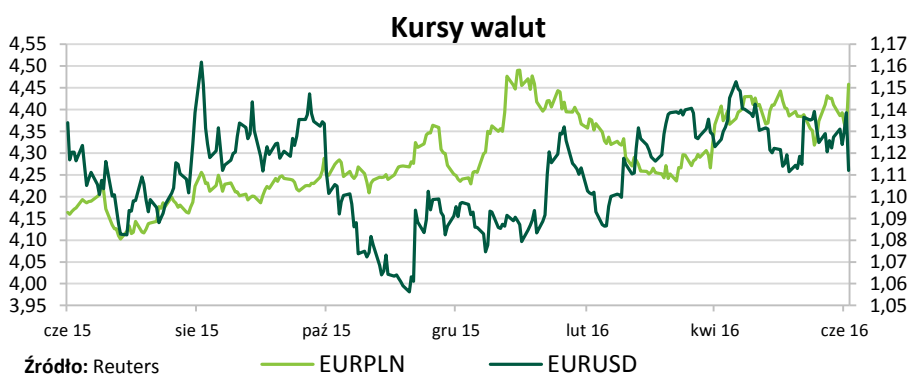
Źródło: Credit Agricole

Krótkookresowy wpływ Brexit na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce przedstawił w MAKROmapie z 23.05.2016. Uwzględniając spadek eksportu z Polski do Wielkiej Brytanii, ograniczenie napływu nowych bezpośrednich inwestycji zagranicznych z Wielkiej Brytanii do

Polski oraz odpływ zysków, które w przeciwnym razie byłyby reinwestowane, jak również biorąc pod uwagę spowolnienie w innych krajach UE szacowaliśmy, że Brexit mógłby przyczynić się do obniżenia rocznej dynamiki PKB w Polsce o ok. 0,5 pkt. proc. w horyzoncie jednego roku. Efekt ten był szacowany przy innych warunkach niezmiennych, tj. bez uwzględnienia wpływu Brexit m.in na decyzje EBC. Biorąc pod uwagę prawdopodobne złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC w odpowiedzi na ewentualne negatywne skutki Brexitu dla wzrostu w strefie euro, skala negatywnego oddziaływania Brexit na sytuację w Polsce może być mniejsza niż zakładaliśmy. Zważywszy na dużą niepewność dotyczącą dalszego przebiegu wydarzeń stanowiących konsekwencję Brexitu, przedstawione przez nas szacunki mogą ulec zmianie w najbliższych miesiącach. Wśród czynników utrudniających ocenę wpływu Brexitu na polską gospodarkę można wymienić m.in. ubiegłotygodniową zapowiedź Premiera Wielkiej Brytanii, D. Camerona, zgodnie z którą do października pada się on do dymisji. Oznacza to, że negocjacje dotyczące procesu wyjścia Wielkiej Brytanii z UE rozpoczną się najprawdopodobniej dopiero po sformowaniu nowego rządu, co komplikuje ocenę ich przebiegu (niektórzy brytyjscy politycy, którzy przed referendum opowiadali się szybkim wyjściem z Wielkiej Brytanii, teraz złagodzą swoje nastawienie; patrz powyżej). Efekt wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na sytuację gospodarczą w Polsce zostanie przez nas uwzględniony przy kolejnej rundzie progностycznej (we wrześniu). Uważamy, że do tego czasu będzie możliwa pełniejsza ocena jego wpływu na sytuację gospodarczą w Polsce.

W konsekwencji, nie zmieniamy naszego średnioterminowego scenariusza makroekonomicznego oraz prognozy kursu EURPLN (por. tabela kwartalna). Podtrzymujemy również naszą prognozę, że krajowe stopy procentowe zostaną utrzymane na niezmiennym poziomie do lipca 2017 r., a następnie rozpoczęty zostanie cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Dwóch członków RPP charakteryzujących się najbardziej gołębiym nastawieniem (E. Łon i J. Żyżyński), którzy przed kilkoma miesiącami dostrzegali przestrzeń do obniżek stóp procentowych, w ostatnich dniach wyrazili pogląd, że w perspektywie najbliższych miesięcy najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie status quo w krajowej polityce pieniężnej. Ponadto, ewentualna obniżka stóp procentowych w warunkach obserwowanego obecnie osłabienia i zwiększenia zmienności kursu złotego jest mało prawdopodobna, bowiem przyczyniłaby się do dalszej deprecjacji polskiej waluty, co oddziaływałoby w kierunku wzrostu kosztów obsługi walutowych kredytów mieszkaniowych oraz miałoby negatywny wpływ na stabilność systemu finansowego. Zarysowane powyżej perspektywy krajowej polityki monetarnej stanowią kolejny czynnik wspierający prognozowane przez nas umiarkowane umocnienie złotego w średnim okresie.

Spadek awersji do ryzyka może umocnić złotego

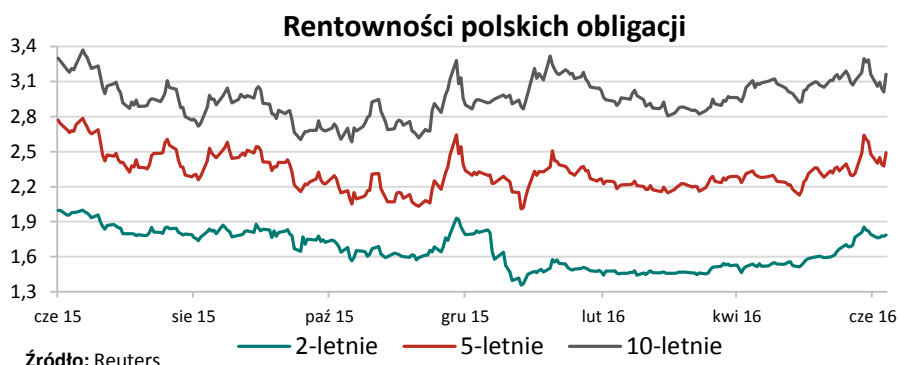


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4585 (osłabienie złotego o 1,1%). W ubiegłym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kursu złotego było referendum w Wielkiej Brytanii w sprawie wyjścia przez ten kraj z Unii Europejskiej. Od poniedziałku do czwartku złoty się nieznacznie umacniał w reakcji na sondaże wskazujące na obniżenie prawdopodobieństwa Brexit. Wraz z

pojawianiem się pierwszych informacji wskazujących, że większość głosujących opowiedziało się za wyjściem Wielkiej Brytanii z UE, w czwartek w nocy doszło do silnego osłabienia złotego, którego kurs w piątek nad ranem przekroczył poziom 4,50 za euro (osłabienie złotego o ok. 4,5% w stosunku do czwartkowego zamknięcia). W dalszej części dnia miała miejsce korekta, niemniej jednak przez cały dzień kurs złotego charakteryzował się podwyższoną zmiennością z uwagi na utrzymującą się awersją do ryzyka na rynkach.

W tym tygodniu oczekujemy, że wraz z obniżającą się światową awersją do ryzyka i stabilizacją sytuacji na rynkach finansowych złoty będzie miał tendencję do lekkiej aprecjacji. Taką ocenę wspierają wypowiedzi brytyjskich polityków, którzy przed referendum opowiadali się za Brexit, a teraz złagodlili swoje nastawienie (patrz powyżej). W przypadku realizacji naszej prognozy, w przeciwnym kierunku oddziaływał będzie odczyt krajowej inflacji. Sumaryczny wpływ danych z USA (finalny szacunek PKB, indeksy Conference Board oraz ISM dla przetwórstwa), podobnie jak wyników badań koniunktury w chińskim przetwórstwie (Caixin PMI oraz PMI wg CFLP) na kurs polskiej waluty będzie w naszej ocenie ograniczony. Piątkowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa pozostanie w cieniu wieczornej aktualizacji ratingu Polski przez agencję S&P, dlatego będzie on naszym zdaniem neutralny dla złotego. Ogłoszenie decyzji S&P nastąpi po zamknięciu rynku, dlatego jej ewentualny wpływ na kurs polskiej waluty zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Wstępny odczyt inflacji w Polsce pozytywny dla cen polskich obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wyniosły 1,787 (brak zmian w stosunku do poziomu sprzed dwóch tygodni), obligacji 5-letnich zwiększyły się do poziomu 2,49 (wzrost o 1pb), a obligacji 10-letnich wyniosły 3,164 (brak zmian w stosunku do poziomu sprzed dwóch tygodni).

Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia ze stabilizacją cen polskich obligacji w oczekiwaniu na referendum w sprawie Brexit. Wynik referendum wskazujący na wyjście Wielkiej Brytanii z UE doprowadził w piątek do silnego wzrostu rentowności polskiego długu na całej długości krzywej dochodowości. W dalszej części dnia miała miejsce korekta.

W tym tygodniu oczekujemy lekkiego spadku rentowności polskich obligacji wraz z obniżeniem awersji do ryzyka i stabilizacją sytuacji na rynkach finansowych. Do wzrostu cen polskiego długu może przyczynić się publikacja wstępnego odczytu inflacji w Polsce, który w przypadku realizacji naszej prognozy będzie niższy od oczekiwań rynku. Dane z USA (finalny szacunek PKB, indeksy Conference Board oraz ISM dla przetwórstwa), podobnie jak wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie (Caixin PMI oraz PMI wg CFLP), będą naszym zdaniem neutralne dla rentowności polskich obligacji. Piątkowa publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa pozostanie w cieniu wieczornej aktualizacji ratingu Polski przez agencję S&P, tym samym będzie ona neutralna dla cen polskiego długu. Ogłoszenie decyzji S&P nastąpi po zamknięciu rynku, dlatego jej ewentualny wpływ na rentowności polskich obligacji zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

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	3,96
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	4,07
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	3,96	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 27.06.2016r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	4,6		4,8
Wtorek 28.06.2016r.						
14:30	USA	Finałny PKB (% r/r)	I kw.	0,8	1,0	1,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Kwiecień	0,9		0,6
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Czerwiec	-1,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	92,6	93,1	93,7
Środa 29.06.2016r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Czerwiec	0,30		0,26
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	0,0	0,2	0,2
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	0,6		
Czwartek 30.06.2016r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	-0,1	0,0	0,0
14:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	-1,0	-1,0	-0,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	277		268
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Czerwiec	49,3		50,9
Piątek 01.07.2016r.						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Czerwiec	50,1	49,9	50,0
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	49,2	49,1	49,2
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	52,1	53,1	
9:55	Niemcy	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	54,4	54,4	54,4
10:00	Strefa euro	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	52,6	52,6	52,6
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Maj	10,2		10,1
15:45	USA	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	51,4		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	51,3	51,0	51,5

* 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