W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia jest zaplanowana na piątek publikacja danych o kwietniowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 2,8% r/r w kwietniu wobec 11,1% w marcu. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej obniżyło się naszym zdaniem do 8,0% r/r w kwietniu wobec 9,7% w marcu. W kierunku spowolnienia tempa wzrostu obu wskaźników oddziaływały przede wszystkim niekorzystne efekty kalendarzowe. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie neutralny dla złotego i rentowności polskich obligacji. Dane te będą jednak istotne z punktu widzenia oceny tempa wzrostu gospodarczego w II kw.
- **W tym tygodniu poznamy również istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w kwietniu o 0,4% m/m wobec wzrostu 0,5% w marcu, co będzie spójne z odnotowanym wzrostem zatrudnienia w przetwórstwie (6,0 tys. osób). Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1271 tys. w kwietniu wobec 1215 tys. w marcu) oraz pozwoleń na budowę (1276 tys. wobec 1267 tys.). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że indeks NY Empire State zwiększył się do 9,2 pkt. w maju wobec 5,2 pkt. w kwietniu, z kolei indeks Philadelphia FED zmniejszył się do 21,0 pkt. wobec 22,0 pkt. w kwietniu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek poznamy wstępny szacunek PKB w Polsce w I kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB zwiększyła się do 4,0% r/r z 2,5% w IV kw. ub. r. W kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego oddziaływały wyższe wkłady konsumpcji i inwestycji. Publikacja danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków finansowych.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu zostanie poruszona kwestia odnotowanego w ostatnich tygodniach umocnienia złotego w kontekście perspektyw polityki pieniężnej. W naszej ocenie prezes NBP A. Glapiński może silniej niż na poprzednich posiedzeniach zaakcentować swoje stanowisko, zgodnie z którym stopy procentowe pozostaną niezmienione przez dłuższy czas. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu Rady oraz wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zwiększy się do 22,0 pkt. w maju wobec 19,5 pkt. w kwietniu.
- **W czwartek poznamy kwietniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 4,4% r/r z 4,5% w marcu. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się w kwietniu do 4,3% r/r wobec 5,2% w marcu, co było związane z ustąpieniem efektu przesunięć wypłat premii w górnictwie. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj opublikowane zostały istotne dane z chińskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 6,5% r/r w kwietniu z 7,6% w marcu, sprzedaży detalicznej do 10,7% r/r z 10,9%, a inwestycji w aglomeracjach miejskich do 8,9% r/r z 9,2%. Kwietniowe dane z chińskiej gospodarki są w naszej ocenie neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w marcu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 165 mln EUR wobec 860 mln EUR w lutym, co będzie wynikało głównie ze zwiększenia salda bilansu obrotów towarowych. Prognozujemy, że

dynamika eksportu zwiększyła się w marcu do 16,6% r/r wobec 3,8% w lutym, a dynamika importu wzrosła do 17,4% r/r wobec 9,1%. W kierunku zwiększenia dynamik eksportu i importu oddziaływał efekt korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się blisko konsensusu rynkowego, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Agencja ratingowa Moody's utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A2 zmieniając jego perspektywę z negatywnej na stabilną.** Zmianę perspektywy ratingu z negatywnej na pozytywną Moody's uzasadnił obniżeniem ryzyka prowadzenia przez rząd nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej, na co wskazuje deficyt sektora finansów publicznych w 2016 r., który ukształtował się poniżej oczekiwań agencji (2,4% wobec 2,8% PKB). W kolejnych latach Moody's prognozuje, że deficyt publiczny nie przekroczy granicy 3% PKB, co jest odmiennym stanowiskiem od tego przedstawionego podczas ostatniej oceny wiarygodności kredytowej (maj 2016 r.). W efekcie agencja przewiduje stabilizację długu publicznego na poziomie ok. 55% PKB w średnim okresie. W uzasadnieniu do decyzji Moody's zwrócił również uwagę na zmniejszenie niepewności związanej z nieortodoksyjną polityką gospodarczą rządu, które sprzyja poprawie klimatu inwestycyjnego. W ocenie agencji implementacja Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju będzie miała korzystny wpływ na wzrost w średnim okresie. Decyzja Moody's była zaskoczeniem dla rynków, które oczekiwały utrzymania negatywnej perspektywy ratingu. Tym samym jest ona naszym zdaniem pozytywna dla złotego oraz cen polskich obligacji.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** Zgodnie ze wstępnym szacunkiem PKB w Niemczech zwiększył się w I kw. o 0,6% kw/kw wobec wzrostu o 0,4% w IV kw. 2016 r. (1,7% r/r w I kw. wobec 1,8% w IV kw.). Uważamy, że w kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego oddziaływały przede wszystkim wyższe wkłady inwestycji oraz eksportu netto. Szczegółowe dane obejmujące strukturę wzrostu gospodarczego w Niemczech zostaną opublikowane 23 maja. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego. Nadwyżka handlu zagranicznego zmniejszyła się w marcu do 19,6 mld EUR wobec 21,2 mld EUR w lutym. Jednocześnie dynamika eksportu obniżyła się do 0,4% m/m w marcu wobec 0,9% w lutym, a dynamika importu wzrosła do 2,4% m/m wobec -1,6%. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej, która w marcu zmniejszyła się do -0,4% wobec 1,8% w lutym. Jej obniżenie wynikało z niższej dynamiki produkcji we wszystkich jej działach (przetwórstwie, energetyce oraz budownictwie). Spadek miesięcznej dynamiki odnotowały również zamówienia w niemieckim przemyśle, które zwiększyły się o 1,0% m/m w marcu wobec wzrostu o 3,5% w lutym. Prognozujemy, że w całym 2017 r. tempo wzrostu PKB w Niemczech nie zmieni się w porównaniu do 2016 r. i wyniesie 1,8%.
- **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 2,0%.** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się do 0,8% r/r wobec 0,6% w marcu. Dodatni wpływ na inflację miała również wyższa dynamika cen nośników energii, związana z wprowadzeniem nowych, wyższych taryf za paliwo gazowe (por. MAKROpuls z 12.05.2017). Ujemny wpływ na inflację miały natomiast niższe dynamiki cen paliw oraz żywności. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach inflacja w Polsce będzie się kształtować na poziomie ok. 2,0% r/r. W II poł. br. oczekujemy spadku inflacji ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy w przypadku żywności oraz paliw. W konsekwencji oczekujemy, że w całym 2017 r. inflacja wyniesie średniorocznie 1,8% i tym samym ukształtuje się poniżej celu inflacyjnego (2,5%).

- **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w USA zwiększyła się w kwietniu do 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,1% w marcu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku jej wzrostu była wyższa dynamika sprzedaży samochodów. Bez uwzględnienia sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w kwietniu o 0,3% m/m wobec takiego samego wzrostu w marcu. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w maju do 97,7 pkt. wobec 97,0 pkt. w kwietniu, wskazując na poprawę koniunktury konsumenckiej w USA. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływało zwiększenie jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji nie zmieniła się w porównaniu do kwietnia. Ubiegłotygodniowe dane z USA nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się w II kw. do 3,8% wobec 0,7% w I kw.

Wielka Brytania skazana na WTO ?

29 marca 2017 r. oficjalnie rozpoczęły się negocjacje dotyczące warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Podjęliśmy próbę oszacowania wpływu Brexitu na polski eksport do Wielkiej Brytanii. Naszą analizę podzieliliśmy na trzy części. Pierwsza dotyczy najbardziej prawdopodobnych zasad, na jakich może być prowadzona przyszła wymiana handlowa pomiędzy UE a Wielką Brytanią po Brexicie. W drugiej części zbadaliśmy potencjalny wpływ Brexitu na sytuację w polskich branżach eksportowych. W trzeciej części oszacowaliśmy jak Brexit może wpłynąć na dynamikę polskiego eksportu do Wielkiej Brytanii. Poniżej prezentujemy pierwszą część naszej analizy. Pozostałe części przedstawimy w kolejnych MAKROmapach.

Zgodnie z danymi Eurostatu kraje UE w 2016 r. odpowiadały za 47% eksportu oraz 51% importu Wielkiej Brytanii. W efekcie można oczekiwać, że mimo decyzji o opuszczeniu UE Wielka Brytania szukać będzie rozwiązań, które umożliwiłyby jej utrzymanie jak najlepszych warunków prowadzenia wymiany handlowej z krajami UE i ograniczenia kosztów Brexitu dla brytyjskich konsumentów i producentów. Biorąc pod uwagę stosowane obecnie rozwiązania w handlu międzynarodowym, istnieją cztery główne scenariusze prowadzenia wymiany handlowej pomiędzy Wielką Brytanią a UE po Brexicie.

Pierwszym, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest prowadzenie wymiany handlowej w ramach Światowej Organizacji Handlu (WTO - World Trade Organization), której zarówno Wielka Brytania jak i pozostałe kraje UE są członkami. WTO obejmuje współpracę zarówno w ramach wymiany towarów (GATT - General Agreement on Tariffs and Trade) jak i usług (GATS - General Agreement on Trade in Services). Podstawą funkcjonowania WTO jest reguła „najbardziej preferowanego kraju" (MFN - Most Favoured Nation). Polega ona na tym, że kraj członkowski nie może stosować preferencyjnych stawek celnych wobec jednego z członków WTO dyskryminując w ten sposób pozostałych. Innymi słowy, po obniżeniu stawek celnych wobec jednego kraju członkowskiego, pozostałym należy zaoferować takie same warunki. Dopuszczalne są wyjątki od zasady MFN, np. w przypadku umów wolnego handlu (np. umowa UE ze Szwajcarią) lub unii celnych (np. UE). W takiej sytuacji można zliberalizować wymianę w ramach porozumienia handlowego, o ile ma ona szeroki zakres towarowy i nie pogarsza w bezpośredni sposób sytuacji pozostałych członków WTO. Indywidualne stawki celne, limity na import i eksport po obniżonych stawkach celnych oraz inne zasady prowadzenia handlu zagranicznego stosowane przez poszczególnych członków WTO ustalane są w ramach negocjacji danego kraju z pozostałymi członkami WTO i zebrane są w tzw. listach koncesyjnych. Wyjątkiem są tutaj kraje UE, które choć są podmiotowymi członkami WTO, posiadają wspólną unijną listę koncesyjną. Oznacza to, że Wielka Brytania wychodząc z UE będzie musiała ogłosić własną listę. Najprawdopodobniej Wielka Brytania przyjmie listę koncesyjną stosowaną obecnie przez UE. Przyjęcie takich samych stawek celnych jakie stosuje UE względem pozostałych krajów WTO nie powinno spotkać się z ich sprzeciwem, gdyż nie pogorszy to zasad, na których obecnie prowadzą oni wymianę handlową z Wielką Brytanią. W przypadku gdyby Wielka

Brytania oraz UE zdecydowały się prowadzić wymianę handlową w ramach WTO, przy uwzględnieniu jej struktury towarowej szacujemy, że wprowadzone cła na brytyjski eksport do UE wyniosłyby średnio 3,56%, a na import z UE 4,07%. Do tego należy również dodać liczne koszty związane z barierami pozataryfowymi (np. limity, konieczność spełnienia norm produkcji) oraz wyższe koszty transakcyjne (np. kontrole celne).

Drugim scenariuszem jest zawarcie umowy o wolnym handlu pomiędzy Wielką Brytanią oraz UE. Założeniem tego typu umów jest jak największa integracja gospodarcza. Poza obrotem towarowym mogą one dotyczyć wielu innych obszarów takich jak usługi czy przepływ ludzi i kapitału. Skala liberalizacji wzajemnej współpracy gospodarczej w znacznym stopniu zależałaby jednak od zgodności przyszłego prawa w Wielkiej Brytanii z prawem unijnym. Jednocześnie umowa o wolnym handlu musi mieć szeroki zakres (nie może dotyczyć pojedynczych sektorów), gdyż będzie niezgodna z prawem WTO. Umowa o wolnym handlu nie jest unią celną i nie oznacza członkostwa we wspólnym rynku, w efekcie Wielka Brytania utrzymałaby niezależność od UE w kształtowaniu polityki celnej wobec krajów trzecich. Uważamy, że w ramach umowy o wolnym handlu Wielka Brytania miałaby największą swobodę w kształtowaniu warunków przyszłej współpracy z UE (patrz tabela) i w naszej ocenie jest to najbardziej preferowane przez nią rozwiązanie. Podpisanie umowy o wolnym handlu jest jednak długotrwałym procesem, na co wskazują m.in. doświadczenia negocjacji umowy UE z Kanadą (CETA).

Trzecim scenariuszem jest zawarcie unii celnej pomiędzy Wielką Brytanią a UE. Unia celna zakłada zniesienie taryfowych oraz pozataryfowych ograniczeń w obrocie towarowym pomiędzy jej członkami i prowadzenie wspólnej polityki handlowej względem krajów trzecich. Oznaczałoby to konieczność podporządkowania znacznej części brytyjskiego prawa unijnemu prawu i brak niezależności w prowadzeniu polityki handlowej z krajami zewnętrznymi. Co więcej, unia celna podobnie jak ewentualna umowa o wolnym handlu musiałaby mieć szeroki zakres i nie mogłaby dotyczyć pojedynczych sektorów. Jednocześnie unia celna nie regulowałaby kwestii związanych m.in. z przepływem usług, gdzie większość ograniczeń ma charakter pozataryfowy. W naszej ocenie, z uwagi na powody, dla których Wielka Brytania zdecydowała się opuścić UE (zwolennicy Brexitu podnosili najczęściej argumenty dotyczące ochrony wewnętrznego rynku pracy, a także swobody prowadzenia polityki gospodarczej) uważamy, że prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza jest niskie.

Czwartym scenariuszem jest przystąpienie Wielkiej Brytanii do EFTA (European Free Trade Area), zrzeszającej obecnie Norwegię, Islandię, Liechtenstein i Szwajcarię. Członkostwo w EFTA umożliwiłoby Wielkiej Brytanii przystąpienie do EEA (European Economic Area), do której należy UE oraz Norwegia, Islandia i Liechtenstein. EEA opiera się na zasadzie swobodnego przepływu towarów, osób, usług i kapitału. W efekcie, byłaby rozwiązaniem najbardziej zbliżonym do stanu obecnego. Kraje należące do EEA są członkami wspólnego rynku usług. EEA nie oznacza jednak pełnego udziału w unijnym wspólnym rynku towarów, gdyż UE oraz kraje EFTA należące do EEA nie tworzą unii celnej, a w konsekwencji nie muszą mieć takich samych stawek celnych względem krajów trzecich. Z jednej strony pozwala to członkom EEA na kształtowanie niezależnej polityki handlowej względem krajów trzecich, z drugiej strony stwarza ograniczenia we wzajemnym handlu towarami, który pozostaje oparty o zasadę pochodzenia. Zasada pochodzenia w dużym uproszczeniu polega na ustalaniu głównego kraju pochodzenia towaru na podstawie źródła jego składowych. Pozwala ona ustalić stawkę celną na produkty, które powstały z komponentów wyprodukowanych w różnych krajach. Co więcej, swoboda przepływu towarów nie dotyczy wszystkich rynków i nie obejmuje m.in. rolnictwa i rybołówstwa. Z uwagi na wysoki poziom integracji gospodarczej i liberalizacji przepływu towarów, usług, kapitału i osób członkowie EFTA zrzeszeni w EEA są zobowiązani do implementacji w krajowych regulacjach unijnych przepisów dotyczących wspólnego rynku m.in. związanych z ochroną konsumentów, prawem spółek, ochroną środowiska czy też polityką społeczną. Jednocześnie nie mają formalnego wpływu na decyzje unijnych instytucji ustalających te przepisy. Kraje należące do EFTA i zrzeszone w EEA zobowiązane są do wpłat do unijnego budżetu. Biorąc pod uwagę, że uczestnictwo w EEA oznaczałaby konieczność znacznej

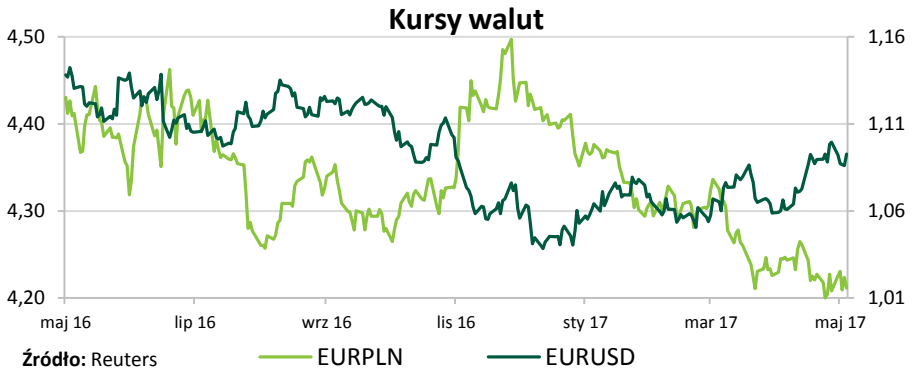
synchronizacji brytyjskiego prawa z prawem unijnym bez możliwości wpływu na unijny proces legislacyjny, a także konieczność utrzymania swobodnego przepływu osób, uważamy, że prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest niskie.

	EEA	Unia celna z UE	Umowa o wolnym handlu z UE	WTO
Dostęp do Wspólnego Rynku UE	Całkowity dostęp do rynku usług, częściowy dostęp do rynku towarów.	Szeroki dostęp do rynku UE w ramach handlu towarami, brak dostępu do wolnego rynku w handlu usługami.	Zależnie od ustaleń w ramach umowy.	Regulowany zasadami WTO, w opraciu o unijną listę koncesyjną
Uczestnictwo w unii celnej z UE	Nie	Tak	Nie	Nie
Swoboda przepływu osób	Tak	Nie	Nie	Nie
Wpłaty do unijnego budżetu	Tak	Nie*	Nie*	Nie
Możliwość prowadzenia niezależnej polityki handlowej	Tak, ale z wyjątkiem zmiany standardów lub regulacji wynikających z prawa UE	Nie, ale można zawierać umowy o wolnym handlu w obszarach, których nie obejmuje unia celna	Tak	Tak
Rozstrzyganie sporów	Poprzez Wspólny Komitet EEA i Trybunał EFTA	Nie dotyczy.	Poprzez mechanizm rozstrzygania sporów między krajami	Wykorzystanie procesu rozstrzygania sporów WTO pomiędzy krajami
Wysokość ceł	W większości przypadków brak ceł	Brak ceł, w przypadku pełnej unii celnej	Zależna od ustaleń w ramach umowy, niższe niż w przypadku WTO	Zgodna listami koncesyjnymi UE oraz Wielkiej Brytanii

*Istnieje możliwość wprowadzania regulacji poprzez dodatkowe traktaty.
Źródło: Credit Agricole, "Brexit: the options for trade", House of Lords, European Union Committee, 5th Report of Session 2016-2017

Biorąc pod uwagę główne przyczyny Brexitu oraz chęć minimalizacji wpływu jego kosztów na brytyjskich konsumentów i producentów najkorzystniejszym rozwiązaniem dla Wielkiej Brytanii byłoby podpisanie z UE umowy o wolnym handlu. Zgodnie z wypowiedzią przewodniczącego Rady Europejskiej D. Tuska, dopóki nie zostanie osiągnięty wyraźny postęp w negocjacjach dotyczących warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, nie jest możliwe rozpoczęcie równoległych negocjacji dotyczących ewentualnego podpisania takiej umowy. Negocjacje warunków Brexitu będą długotrwałym procesem, który może zostać dodatkowo opóźniony przez czerwcowe przedterminowe wybory w Wielkiej Brytanii. Tym samym w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Wielka Brytania nie zdąży wynegocjować umowy o wolnym handlu z UE przed jej opuszczeniem. Biorąc pod uwagę główne przyczyny Brexitu, zarówno EFTA/EEA oraz unia celna z UE są rozwiązaniami, które mogą nie być zaakceptowane przez brytyjski rząd. Oznacza to, że po wyjściu Wielkiej Brytanii z UE, do czasu podpisania ewentualnej umowy o wolnym handlu ich relacje handlowe będą najprawdopodobniej definiowane przez zasady wynikające z członkostwa Wielkiej Brytanii oraz pozostałych krajów unijnych w WTO. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest wynegocjowanie przez Wielką Brytanię rozwiązania przejściowego, którego kształtu na obecnym etapie negocjacji nie można przewidzieć. W kolejnej MAKROmapie przedstawimy wpływ realizacji naszego scenariusza bazowego - prowadzenia wymiany handlowej w ramach WTO po obecnych unijnych stawkach celnych - na polskie branże eksportowe.

Decyzja Moody's pozytywna dla złotego

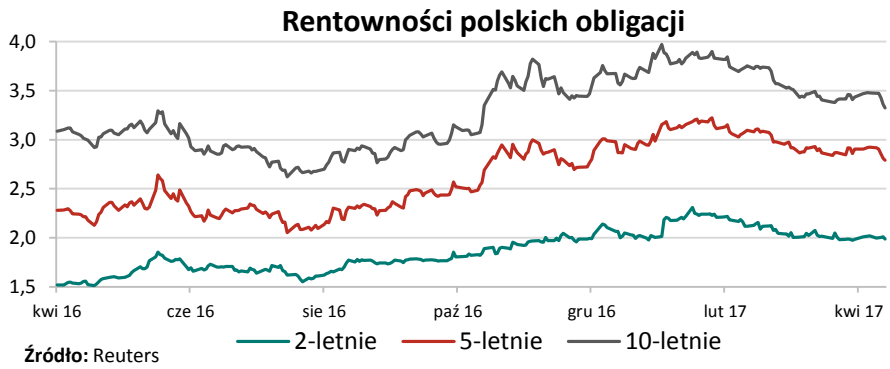


Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2117 (osłabienie złotego o 0,1%). W poniedziałek złoty tracił na wartości mimo zwycięstwa E. Macrona w wyborach prezydenckich we Francji, gdyż inwestorzy realizowali zyski sprzed dwóch tygodni. We wtorek mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu EURPLN, który oscylował wokół poziomu 4,23. W środę zyskiwał na wartości czemu sprzyjało mniej jastrzębie od oczekiwań wystąpienie prezesa EBC M. Draghi dotyczące perspektyw polityki monetarnej w strefie euro wygłoszone w holenderskim parlamencie. W czwartek złoty nieznacznie tracił na wartości wraz ze wzrostem światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej wyższym indeksem VIX. W piątek złoty ustabilizował się na czwartkowych poziomach. Dane o krajowej inflacji miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Decyzja agencji Moody's o utrzymaniu dotychczasowego ratingu Polski i zmianie jego perspektywy z negatywnej na stabilną oddziaływała w kierunku umocnienia złotego.

Na początku tego tygodnia umocnieniu złotego może sprzyjać piątkowa decyzja Moody's o utrzymaniu dotychczasowego ratingu Polski i zmianie jego perspektywy z negatywnej na stabilną. Opublikowane dzisiaj rano dane z chińskiej gospodarki są w naszej ocenie neutralne dla złotego. Uważamy, że krajowe dane (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, wstępny szacunek PKB, bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), a także posiedzenie RPP będą miały w naszej ocenie ograniczony wpływ na kurs złotego. Neutralny dla polskiej waluty będzie naszym zdaniem również sumaryczny wpływ danych z USA (produkcja przemysłowa, pozwolenia na budowę, rozpoczęte budowy domów, indeksy NY FED i Philadelphia FED).

Krajowe dane i decyzja RPP neutralne dla długu, decyzja Moody's negatywna dla rentowności



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,987 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,791 (spadek o 13pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,326 (spadek o 15pb). W poniedziałek rano obserwowany był wzrost cen polskiego długu w reakcji na zwycięstwo E. Macrona w wyborach prezydenckich we Francji. We wtorek rentowności polskich obligacji były stabilne. W dalszej części tygodnia obserwowany był wzrost cen polskich obligacji widoczny szczególnie na środkowym odcinku i długim końcu krzywej dochodowości. Wzrost cen w znacznym stopniu miał naszym zdaniem charakter spekulacyjny i był związany z czynnikami krajowymi. Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi i amerykańskimi obligacjami. W naszej ocenie spekulacja nie była związana z oczekiwaniami na decyzję Moody's. Wydarzenie to nie było traktowane przez większość

inwestorów jako istotne, ponieważ dominował pogląd o zachowaniu status quo w retoryce Agencji. Uważamy, że część inwestorów zajmowała krótkie pozycje, grając pod dużą podaż obligacji na zaplanowanej na czwartek aukcji długu (dane o podaży zostaną opublikowane we wtorek do godziny 15.00). Zachęciło to niektórych uczestników rynku do zakupu polskich obligacji i spekulacji pod uruchomienie stoplossów inwestorów zajmujących krótkie pozycje. Spekulacja okazała się skuteczna, doszło do uruchomienia części stoplossów, co dodatkowo spotęgowało spadek rentowości polskich obligacji. Opublikowane w piątek finalne dane nt. inflacji w Polsce miały ograniczony wpływ na rentowności polskich obligacji. Decyzja agencji Moody's o utrzymaniu dotychczasowego ratingu Polski i zmianie jego perspektywy z negatywnej na stabilną została ogłoszona po zamknięciu polskiego rynku, w efekcie nie miała ona wpływu na ceny długu.

W poniedziałek na otwarciu oczekujemy wzrostu cen polskiego długu w reakcji na decyzję Moody's o utrzymaniu dotychczasowego ratingu Polski i zmianie jego perspektywy z negatywnej na stabilną. W tym tygodniu neutralne dla polskiego rynku długu będą naszym zdaniem krajowe dane (sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, wstępny szacunek PKB, bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), a także posiedzenie RPP. Uważamy, że zagregowany wpływ danych z USA (produkcja przemysłowa, pozwolenia na budowę, rozpoczęte budowy domów, indeksy NY FED i Philadelphia FED) na rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17
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*	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	**4,22**
Kurs USDPLN*	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	**3,88**
Kurs CHFPLN*	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	**3,85**
Inflacja CPI (r/r, %)	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	**0,6**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,9	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,1	**2,8**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,7	**4,5**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	**8,0**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	**4,3**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	**4,4**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	**7,7**	
Saldo ROB (mln EUR)	691	1392	-723	-503	-729	-858	-179	-128	-56	2576	-860	**-165**		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,0	1,4	6,0	-5,3	9,3	3,1	-0,5	5,8	5,2	13,9	3,8	**16,6**		
Import (r/r, %, EUR)	0,0	2,5	0,8	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,1	9,1	**17,4**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2016				2017				2016	2017	2018
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)	2,9	3,0	2,4	2,5	4,0	3,7	3,7	4,1	2,7	3,8	3,4
Konsumpcja (%, r/r)	3,4	3,4	4,1	4,5	4,1	3,6	2,9	2,8	3,8	3,3	3,1
Inwestycje (%, r/r)	-9,8	-4,5	-6,7	-9,8	2,1	4,0	6,8	8,7	-7,9	6,2	10,0
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	7,1	11,8	7,8	9,3	9,5	8,7	12,1	11,9	9,0	10,6	7,3
Import (ceny stałe, %, r/r)	8,7	10,1	8,7	8,2	9,0	9,7	12,7	13,1	8,9	11,2	7,3
Wkłady do wzrostu PKB: Spożycie prywatne (pp.)	2,2	2,0	2,5	2,2	2,6	2,1	1,7	1,4	2,3	1,9	1,8
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	-1,4	-0,8	-1,3	-2,8	0,3	0,7	1,2	2,1	-1,6	1,1	1,8
Wkłady do wzrostu PKB: Eksport netto (pp.)	-0,5	1,2	-0,3	0,8	0,7	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,1	-0,6
Saldo obrotów bieżących***	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,3	-0,7	-1,2
Stopa bezrobocia (%)**	9,9	8,7	8,3	8,3	8,1	7,2	7,0	7,3	8,3	7,3	7,3
Zatrudnienie poza rolnict. (%r/r)	2,2	2,3	1,5	1,5	1,1	0,8	0,5	0,2	1,9	0,7	0,0
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)	3,1	4,3	4,1	3,7	4,1	4,4	4,6	4,8	3,8	4,5	4,8
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	2,0	2,0	1,7	1,7	-0,6	1,8	1,5
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,98
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
EURPLN**	4,24	4,38	4,29	4,40	4,23	4,23	4,23	4,18	4,40	4,18	4,07
USDPLN**	3,73	3,94	3,82	4,18	3,97	3,88	3,85	3,73	4,18	3,73	3,45

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 15.05.2017r.				
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Kwiecień	10,9	11,0	10,6
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	7,6	7,7	7,1
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Kwiecień	9,2	9,6	9,1
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Marzec**	**-860**	**-165**	**-177**
14:00	**Polska**	**Inflacja bazowa (%r/r)**	**Kwiecień**	**0,6**	**0,7**	**0,7**
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	5,2	9,2	7,0
		Wtorek 16.05.2017r.				
10:00	**Polska**	**PKB (%r/r)**	**I kw.**	**2,7**	**4,0**	**4,0**
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,5	0,4	0,5
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	I kw.	1,7		1,7
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Maj	19,5		22,0
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Kwiecień	1215	1271	1260
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Kwiecień	1267	1276	1270
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	0,5	0,4	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Kwiecień	76,1	76,3	76,3
		Środa 17.05.2017r.				
	Polska	**Decyzja o stopach procentowych NBP (%)**	**Maj**	**1,50**	**1,50**	**1,50**
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	1,9	1,9	1,9
		Czwartek 18.05.2017r.				
14:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)**	**Kwiecień**	**4,5**	**4,4**	**4,5**
14:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)**	**Kwiecień**	**5,2**	**4,3**	**4,4**
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Maj	22,0	21,0	19,8
		Piątek 19.05.2017r.				
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Marzec	37,9		
14:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (%r/r)**	**Kwiecień**	**9,7**	**8,0**	**8,9**
14:00	**Polska**	**Inflacja PPI (%r/r)**	**Kwiecień**	**4,7**	**4,5**	**4,5**
14:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (%r/r)**	**Kwiecień**	**11,1**	**2,8**	**2,4**
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Kwiecień	-3,6		-3,0

* 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

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.