W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na wtorek publikacja majowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 56,6 pkt. w maju wobec 56,8 pkt. w kwietniu. Zmniejszenie wartości wskaźnika nastąpiło przy pogorszeniu koniunktury zarówno w Niemczech, jak i we Francji. We wtorek opublikowany zostanie również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 112,6 pkt. w maju z 112,9 pkt. w kwietniu. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich realizacja będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W środę zostaną opublikowane *Minutes* z majowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótkookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA oraz prawdopodobnego terminu kolejnej podwyżki stóp procentowych. Publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, jednak najprawdopodobniej nie dostarczy ona nowych informacji, które zmieniłyby nasz scenariusz stopniowej normalizacji polityki monetarnej w USA. W naszym scenariuszu bazowym, zakładamy, że do końca br. FED dwukrotnie podniesie stopy procentowe o 25 pb (w czerwcu i we wrześniu).
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W piątek opublikowany zostanie drugi szacunek amerykańskiego PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zmieniło się w porównaniu do wstępnego szacunku i wyniosło 0,7%. Prognozujemy, że miesięczna dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w kwietniu do -0,3% wobec 0,9% w marcu ze względu na niższe zamówienia w firmie Boeing. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące sprzedaży nowych domów (595 tys. w kwietniu wobec 621 tys. w marcu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,70 mln wobec 5,71 mln). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury konsumenckiej w maju. Uważamy, że zrewidowany w dół finalny indeks Uniwersytetu Michigan (97,2 pkt. wobec 97,7 pkt. w kwietniu), wskaże na nieznaczne pogorszenie się nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem roczna dynamika PKB w Polsce w I kw. br. zwiększyła się do 4,0% wobec 2,5% w IV kw. ub. r.** Pełne dane o strukturze PKB w IV kw. GUS opublikuje pod koniec maja. Szacujemy, że kierunku wzrostu dynamiki PKB oddziaływały wyższe wkłady inwestycji oraz konsumpcji (por. MAKROpuls z 16.05.2017). Głównym źródłem wzrostu PKB w I kw., podobnie jak w IV kw., było spożycie prywatne. Dane stanowią potwierdzenie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w IV kw. ub. r. spowolnienie wzrostu gospodarczego dobiegło końca. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach 2017 r. dynamika PKB będzie kształtowała się na poziomie zbliżonym do 4,0% r/r. Głównym czynnikiem dynamizującym PKB będą inwestycje publiczne i przedsiębiorstw realizowane z wykorzystaniem środków unijnych.
- **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** RPP podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Podobnie jak w kwietniu Rada zaznaczyła w komunikacie, iż ze względu na wygasanie efektów

wyższych cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone. Odnosząc się do wstępnego szacunku dynamiki PKB w I kw. br. Rada odnotowała również, że obserwowana poprawa koniunktury w przemyśle i budownictwie może wskazywać na stopniowe ożywienie popytu inwestycyjnego. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP A. Glapiński podtrzymał wcześniej prezentowany pogląd, zgodnie z którym prawdopodobne jest utrzymanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie do końca 2018 r. Wskazał on jednocześnie, że niektórzy członkowie RPP mogą opowiedzieć się za rozpoczęciem cyklu podwyżek w II poł. 2018 r. Wypowiedzi prezesa NBP skłaniają do wniosku, że większość członków RPP podziela ocenę wskazującą na niskie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych do końca 2018 r. (por. MAKROpuls z 17.05.2017). A. Glapiński stwierdził również, że obecny poziom kursu złotego sprzyja równowadze makroekonomicznej. Sygnalizuje to, że odnotowana w ostatnich tygodniach wyraźna aprecjacja kursu złotego nie wpłynęła istotnie na krótkoterminowe perspektywy stóp procentowych. Wypowiedzi A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w listopadzie 2018 r., podnosząc stopy procentowe o 25 pb.

- **Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w kwietniu o 0,6% r/r wobec wzrostu o 11,1% w marcu.** Główną przyczyną silnego obniżenia dynamiki produkcji pomiędzy marcem a kwietniem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Silne wyhamowanie aktywności w przemyśle w kwietniu mogło również wynikać z anomalii pogodowych w okresie marzec-kwiecień, które przyczyniły się do przesunięcia popytu na towary wytwarzane w działach zaopatrujących branżę budowlaną z kwietnia na marzec. W strukturze danych na uwagę zasługuje wysoka na tle innych kategorii dynamika produkcji w branżach ze znaczącym udziałem eksportu w przychodach ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Dane te są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym ożywienie w światowej wymianie handlowej oddziałuje w kierunku zwiększenia popytu na polski eksport do strefy euro i wzrostu aktywności w przetwórstwie przemysłowym. Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w kwietniu o 4,3% r/r wobec wzrostu o 17,2% w marcu. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja w budownictwie spadła o 1,2% m/m. Do zmniejszenia aktywności w budownictwie przyczyniły się wspomniana wyżej różnica w liczbie dni roboczych i anomalie pogodowe. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach produkcja budowlano-montażowa znajdzie się w trendzie wzrostowym, co będzie związane z oczekiwaną przez nas rosnącą absorpcją środków unijnych, znaczącym zwiększeniem publicznych nakładów na infrastrukturę oraz ożywieniem w budownictwie mieszkaniowym (por. MAKROpuls z 19.05.2017). Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w kwietniu stanowią wsparcie dla naszej prognozy dynamiki PKB w II kw. 2017 r. (spadek do 3,7% r/r wobec 4,0% r/r w I kw.).
- **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w kwietniu o 8,1% r/r wobec wzrostu o 9,7% w marcu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w kwietniu o 6,7% r/r wobec 7,9% w marcu. W kierunku zwiększenia dynamiki sprzedaży w kwietniu oddziaływały efekty kalendarzowe związane z późniejszymi niż przed rokiem świętami Wielkiejnocy. W przeciwnym kierunku oddziaływały anomalie pogodowe w okresie marzec-kwiecień br., które sprzyjały wcześniejszym (realizowanym w marcu) zakupom ubrań i obuwia z kolekcji wiosenno-letniej. Anomalie te spowodowały również – naszym zdaniem przejściowe - ograniczenie popytu na samochody (por. MAKROpuls z 19,05.2017). Kwietniowe dane o sprzedaży są spójne z naszym scenariuszem obniżenia tempa wzrostu konsumpcji prywatnej w II kw. br. do 3,6% r/r wobec 4,1% r/r w I kw. br.
- **W marcu deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 738 mln EUR z 825 mln EUR w lutym.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższego salda obrotów towarowych (o 285 mln EUR wyższe niż w lutym), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały niższe salda usług, dochodów wtórnych oraz dochodów pierwotnych

(odpowiednio o 94 mln EUR, 54 mln EUR oraz 50 mln EUR niższe niż w lutym). Dynamika eksportu zwiększyła się w marcu do 14,8% r/r wobec 6,3% w lutym, a dynamika importu wzrosła do 18,9% r/r wobec 9,9%. Wyższe tempo wzrostu importu oraz eksportu wynikało z oddziaływania efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Szacujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zwiększyła się w I kw. br., do 0,0% wobec -0,3% w IV kw. ub. r.

- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła w kwietniu do 4,1% r/r wobec 5,2% w marcu.** W kierunku obniżenia dynamiki wynagrodzeń oddziaływało ustąpienie efektu wypłat premii w górnictwie, efekt wysokiej bazy w handlu detalicznym związany z ubiegłorocznym podwyżkami w sieci handlowej Biedronka, a także niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych (por. MAKROpuls z 18.05.2017). Roczna dynamika zatrudnienia zwiększyła się w kwietniu do 4,6% r/r wobec 4,5% w marcu. W efekcie realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zmniejszyła się w kwietniu do 6,7% r/r wobec 7,7% w marcu. W kolejnych miesiącach wraz ze stopniowym wyhamowaniem poprawy sytuacji na rynku pracy oczekujemy łagodnego obniżenia rocznej dynamiki zatrudnienia.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieniła się w I kw. br. w stosunku do IV kw. 2016 r. i wyniosła 0,5% (1,7% r/r w I kw. wobec 1,8% w IV kw.). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała wyższa dynamika wzrostu m.in. w Niemczech (0,6% kw/kw w I kw. wobec 0,4% w IV kw.) i Hiszpanii (0,8% wobec 0,7%). Negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB w strefie euro miały natomiast niższe dynamiki PKB m.in. we Francji (0,3% kw/kw w I kw. wobec 0,5% w IV kw.) oraz Holandii (0,4% wobec 0,6%). Tempo wzrostu PKB we Włoszech w I kw. nie zmieniło się w porównaniu do IV kw. i wyniosło 0,2% kw/kw. Prognozujemy, że w II kw. 2017 r. kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro zmniejszy się do 0,4%.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Dynamika produkcji przemysłowej wyniosła w kwietniu 1,0% m/m wobec 0,4% w marcu. Zwiększenie miesięcznej dynamiki produkcji w porównaniu do marca wynikało z wyższego tempa wzrostu produkcji w górnictwie oraz przetwórstwie. Przeciwny efekt miała niższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w kwietniu do 76,7% wobec 76,1% w marcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. liczby rozpoczętych budów domów (1172 tys. w kwietniu wobec 1203 tys. w marcu) oraz pozwoleń na budowę (1229 tys. wobec 1267 tys.), które wskazały na nieznaczne obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także mieszane wyniki regionalnych badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zmniejszył się w maju do -1,0 pkt. wobec 5,2 pkt. w kwietniu, podczas gdy indeks Philadelphia FED wzrósł do 38,8 pkt. w maju z 22,0 pkt. w kwietniu. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki 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.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w maju do 20,6 pkt. wobec 19,5 pkt. w kwietniu, co jest jego najwyższym poziomem od sierpnia 2015 r.** Zgodnie z komunikatem poprawa nastrojów w maju była wspierana przez dobre dane nt. niemieckiego PKB w I kw. br. Prognozujemy, że w II kw. 2017 r. kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB zmniejszy się do 0,4% wobec 0,6% w I kw. br.

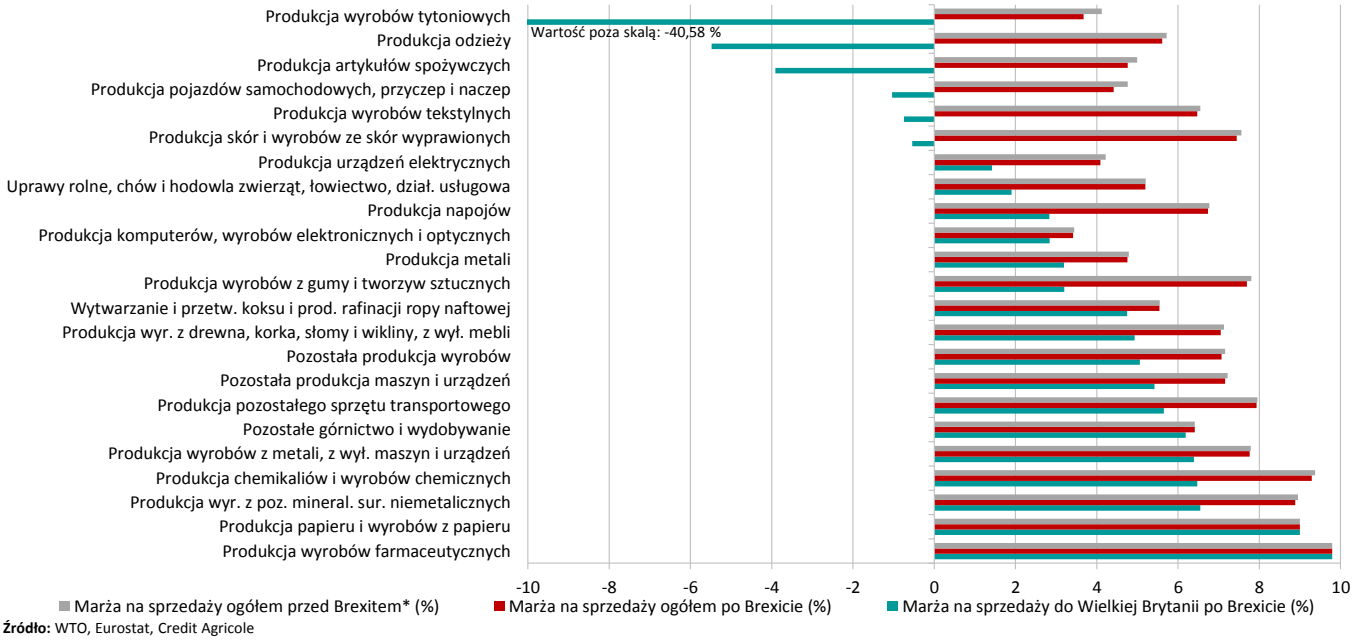
Czy Brexit wymusi reorientację polskiego eksportu ?

W scenariuszu bazowym zakładamy, że po wyjściu Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, do czasu podpisania ewentualnej umowy o wolnym handlu ich relacje handlowe będą definiowane przez zasady wynikające z członkostwa Wielkiej Brytanii oraz pozostałych krajów unijnych w WTO (por. MAKROmapa z 15.05.2017). Poniżej przedstawiamy analizę wpływu realizacji naszego scenariusza na marże ze sprzedaży w poszczególnych polskich branżach eksportowych.

Zgodnie z naszym scenariuszem bazowym, szczegółowo przedstawionym w poprzedniej MAKROmapie, cła nałożone przez Wielką Brytanię na polski eksport będą równe stawkom stosowanym obecnie przez UE względem krajów trzecich. Wysokość przyszłych średnich ceł *ad valorem* (od wartości) w poszczególnych kategoriach handlu zagranicznego została przedstawiona w tabeli na stronie 7. W naszej analizie koncentrujemy się jedynie na cłach i pomijamy pozostałe ograniczenia w handlu oraz koszty transakcyjne związane z opuszczeniem przez Wielką Brytanię wspólnego rynku UE.

W pierwszym kroku badania przyporządkowaliśmy poszczególne kategorie handlu zagranicznego do odpowiednich działów PKD (Polska Klasyfikacja Działalności). Na tej podstawie policzyliśmy udział eksportu do Wielkiej Brytanii w całkowitym eksporcie danego działu PKD (por. tabela na stronie 6). Następnie wykorzystując dane nt. udziału sprzedaży eksportowej w przychodach ogółem w poszczególnych działach PKD, oszacowaliśmy jaki udział w przychodach stanowi eksport do Wielkiej Brytanii. W kolejnym kroku wykorzystując dane nt. marż na sprzedaży (wynik ze sprzedaży/przychody ze sprzedaży*100%) w poszczególnych działach PKD obliczyliśmy jak wprowadzenie ceł wpłynie na ich wysokość. Założyliśmy, że marża na sprzedaży na rynku krajowym jak i na rynku brytyjskim jest taka sama. Jednocześnie przyjęliśmy, że cały koszt wprowadzenia ceł zostanie przerzucony na eksporterów do Wielkiej Brytanii. Założyliśmy również, że przychody ze sprzedaży równają się przychodom ogółem. Wyniki naszych obliczeń prezentuje poniższy wykres. Szczegółowe dane zostały przedstawione w tabeli na stronie 6.

Przeciętna marża na sprzedaży w poszczególnych działach PKD



Źródło: WTO, Eurostat, Credit Agricole
* Dane za 2016r.

Wyniki naszej analizy wskazują, że wprowadzeniem ceł najsilniej dotknięte zostałyby działy: „produkcja wyrobów tytoniowych (spadek marży na sprzedaży ogółem o 0,4 pkt. proc. do 3,7%), „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli" (0,3 pkt. proc.; 4,4%) oraz „produkcja artykułów spożywczych" (0,2 pkt. proc.; 4,8%). W tych działach odnotowany zostałby również najsilniejszy względny spadek marży na sprzedaży. W pozostałych działach wpływ Brexitu na marże byłby ograniczony i nie przekroczyłby 0,1 pkt. proc. Jednocześnie we wszystkich branżach marże pozostałyby dodatnie. Wpływ Brexitu na marże na sprzedaży do Wielkiej Brytanii byłby wyraźnie silniejszy. Zgodnie z naszymi szacunkami w 6 z 25 uwzględnionych w analizie branż eksport do Wielkiej Brytanii stałby się nieopłacalny. Rentowność sprzedaży do Wielkiej Brytanii osiągnęłaby ujemną wartość we wszystkich wymienionych wcześniej branżach, a także w działach takich jak „produkcja wyrobów tekstylnych", „produkcja odzieży" oraz „produkcja skór i wyrobów ze skór wyprawionych". Wyraźny spadek rentowności zostałby odnotowany również w większości pozostałych branż.

Choć wpływ Brexitu na rentowność sprzedaży polskich przedsiębiorstw ogółem będzie w naszej ocenie ograniczony, oczekujemy wyraźnego pogorszenia rentowności polskiego eksportu do Wielkiej Brytanii, która w przypadku niektórych działów przyjmie ujemną wartość. W efekcie, przyjęcie zasad WTO jako podstawy dla prowadzenia wzajemnej wymiany handlowej pomiędzy Polską a Wielką Brytanią może doprowadzić do pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw eksportowych o wysokiej ekspozycji na Wielką Brytanię, które będzie sprzyjać reorientacji polskiego eksportu na inne rynki.

Nr działu PKD	Nazwa działu PKD	Udział eksportu do Wielkiej Brytani w całkowitym eksporcie danej branży* (%)	Średnie cło (%)	Marża na sprzedaży ogółem przed Brexitem* (%)	Marża na sprzedaży ogółem po Brexicie (%)	Marża na sprzedaży do Wielkiej Brytanii po Brexicie (%)
01	Uprawy rolne, chów i hodowla zwierząt, łowiectwo, włączając działalność usługową	1,2	3,3	5,2	5,2	1,9
08	Pozostałe górnictwo i wydobywanie	0,4	0,2	6,4	6,4	6,2
10	Produkcja artykułów spożywczych	10,2	8,9	5,0	4,8	-3,9
11	Produkcja napojów	8,7	3,9	6,8	6,7	2,8
12	Produkcja wyrobów tytoniowych	6,2	44,7	4,1	3,7	-40,6
13	Produkcja wyrobów tekstylnych	2,5	7,3	6,6	6,5	-0,8
14	Produkcja odzieży	2,5	11,2	5,7	5,6	-5,5
15	Produkcja skór i wyrobów ze skór wyprawionych	2,7	8,1	7,6	7,4	-0,5
16	Produkcja wyrobów z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli; produkcja wyrobów ze słomy i materiałów używanych do wyplatania	9,5	2,2	7,1	7,1	4,9
17	Produkcja papieru i wyrobów z papieru	4,8	0,0	9,0	9,0	9,0
19	Wytwarzanie i przetwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej	2,4	0,8	5,6	5,5	4,8
20	Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych	6,7	2,9	9,4	9,3	6,5
21	Produkcja podstawowych substancji farmaceutycznych oraz leków i pozostałych wyrobów farmaceutycznych	4,1	0,0	9,8	9,8	9,8
22	Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych	4,9	4,6	7,8	7,7	3,2
23	Produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych	9,3	2,4	9,0	8,9	6,6
24	Produkcja metali	5,5	1,6	4,8	4,8	3,2
25	Produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń	4,7	1,4	7,8	7,8	6,4
26	Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych	6,0	0,6	3,4	3,4	2,8
27	Produkcja urządzeń elektrycznych	7,3	2,8	4,2	4,1	1,4
28	Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana	7,4	1,8	7,2	7,2	5,4
29	Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli	7,9	5,8	4,8	4,4	-1,0
30	Produkcja pozostałego sprzętu transportowego	1,3	2,3	8,0	7,9	5,7
32	Pozostała produkcja wyrobów	7,4	2,1	7,2	7,1	5,1

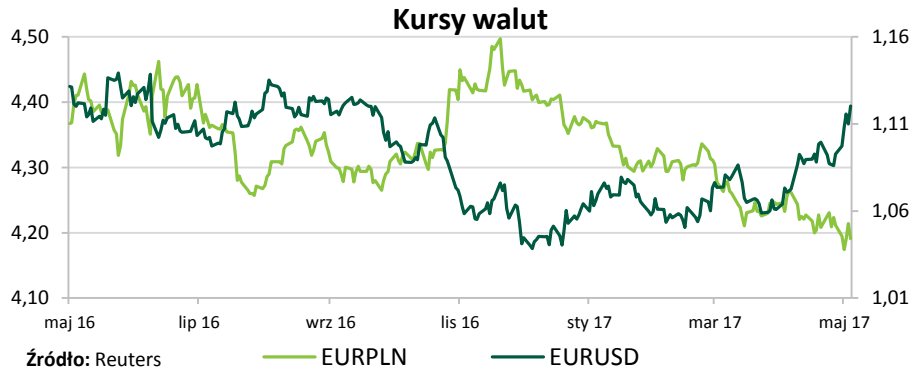
Źródło: WTO, Eurostat, GUS, Pontinfo, Credit Agricole

* Dane za 2016 r.

Kod HS	Nazwa	Średnie cła *ad valorem* w UE (%)	Udział eksportu do Wielkiej Brytanii w całym eksporcie danej kategorii (%)
01	Zwierzęta żywe	1,2	0,0
02	Mięso i podroby jadalne	5,1	11,2
03	Ryby i skorupiaki, mięczaki i pozostałe bezkręgowce wodne	11,1	3,6
04	Produkty mleczarskie; jaja ptasie; miód naturalny; jadalne produkty pochodzenia zwierzęcego, gdzie indziej niewymienione ani niewłączone	5,3	6,1
05	Produkty pochodzenia zwierzęcego, gdzie indziej niewymienione ani niewłączone	0,1	2,5
06	Drzewa żywe i pozostałe rośliny; bulwy, korzenie i podobne; kwiaty cięte i liście ozdobne	6,9	4,3
07	Warzywa oraz niektóre korzenie i bulwy jadalne	8,5	13,1
08	Owoce i orzechy jadalne; skórki owoców cytrusowych lub melonów	5,9	6,0
09	Kawa, herbata, mate (herbata paragwajska) i przyprawy	2,3	6,5
10	Zboża	2,2	0,9
11	Produkty przemysłu młynarskiego; słód; skrobie; inulina; gluten pszenny	12,2	6,1
12	Nasiona i owoce oleiste; ziarna, nasiona i owoce różne; rośliny przemysłowe lub lecznicze; słoma i pasza	1,2	1,5
13	Szelak; gumy, żywice oraz pozostałe soki i ekstrakty roślinne	2,3	0,6
14	Materiały roślinne do wyplatania; produkty pochodzenia roślinnego, gdzie indziej niewymienione ani niewłączone	0	5,9
15	Tłuszcze i oleje pochodzenia zwierzęcego lub roślinnego oraz produkty ich rozkładu; gotowe tłuszcze jadalne; woski pochodzenia zwierzęcego lub roślinnego	5,4	4,0
16	Przetwory z mięsa, ryb lub skorupiaków, mięczaków, lub pozostałych bezkręgowców wodnych	18,2	22,1
17	Cukry i wyroby cukiernicze	6,8	5,5
18	Kakao i przetwory z kakao	6,1	18,9
19	Przetwory ze zbóż, mąki, skrobi lub mleka ; pieczywa cukiernicze	10,7	9,8
20	Przetwory z warzyw, owoców, orzechów lub pozostałych części roślin	17,5	6,9
21	Różne przetwory spożywcze	9,2	8,3
22	Napoje bezalkoholowe, alkoholowe i ocet	3,9	8,7
23	Pozostałości i odpady przemysłu spożywczego; gotowa karma dla zwierząt	0,8	4,8
24	Tytoń i przemysłowe namiastki tytoniu	44,7	6,2
25	Sól; siarka; ziemie i kamienie; materiały gipsowe, wapno i cement	0,2	0,4
26	Rudy metali, żużel i popiół	0	2,7
27	Paliwa mineralne, oleje mineralne i produkty ich destylacji; substancje bitumiczne; woski mineralne	0,8	2,4
28	Chemikalia nieorganiczne; organiczne lub nieorganiczne związki metali szlachetnych, metali ziem rzadkich, pierwiastków promieniotwórczych lub izotopów	4,5	3,1
29	Chemikalia organiczne	4,3	1,0
30	Produkty farmaceutyczne	0	4,1
31	Nawozy	4,8	10,4
32	Ekstrakty garbników lub środków barwiących i ich pochodne ; garbniki i pochodne; barwniki, pigmenty; farby i lakiery; kit i inne masy uszczelniające; atramenty	5,5	3,8
33	Olejki eteryczne i rezinoidy; preparaty perfumeryjne, kosmetyczne lub toaletowe	2,4	13,2
34	Mydło; preparaty: piorące, smarowe, woski syntetyczne, preparowane, do czyszczenia, szorowania, świece itp., pasty modelarskie, woski, preparaty dentystyczne	2	8,6
35	Substancje białkowe; skrobie modyfikowane; kleje; enzymy	4,6	2,6
36	Materiały wybuchowe; wyroby pirotechniczne; zapałki; stopy piroforyczne; niektóre materiały łatwopalne	6,3	2,0
37	Materiały fotograficzne lub kinematograficzne	5,5	0,8
38	Produkty chemiczne różne	5,4	1,5
39	Tworzywa sztuczne i artykuły z nich	6	4,3
40	Kauczuk i artykuły z kauczuku	2,6	6,1
41	Skóry i skórki surowe (inne niż skóry futerkowe) oraz skóry wyprawione	2	1,5
42	Art. ze skóry wyprawionej; wyroby siodlarskie i rymarskie; artykuły podróżne, torebki itp. pojemniki; art. z jelit zwierzęcych (innych niż z jelit jedwabników)	4,6	2,9
43	Skóry futerkowe i futra sztuczne; wyroby z nich	1,2	1,7
44	Drewno i artykuły z drewna; węgiel drzewny	2,2	9,5
45	Korek i artykułu z korka	2,7	0,4
46	Wyroby ze słomy, z esparto lub pozostałych materiałów do wyplatania; wyroby koszykarskie oraz wyroby z wikliny	3	10,0
47	Ścier z drewna lub z pozostałego włóknistego materiału celulozowego; papier lub tektura, z odzysku (makulatura i odpady)	0	5,0
48	Papier i tektura; artykuły z masy papierniczej, papieru lub tektury	0	4,8
49	Książki, gazety, obrazki i pozostałe wyroby przemysłu poligraficznego, drukowane; manuskrypty, maszynopisy i plany	0	7,3
50	Jedwab	3,1	0,0
51	Wełna, cienka lub gruba sierść zwierzęca; przędza i tkanina z włosia końskiego	3,5	2,9
52	Bawełna	6,1	0,4
53	Pozostałe włókna roślinne; przędza papierowa i tkaniny z przędzy papierowej	2,8	4,8
54	Włókna ciągłe chemiczne; pasek i tym podobne z materiałów włókienniczych chemicznych	6	1,4
55	Włókna odcinkowe chemiczne	6,2	3,4
56	Wata, filc i włókniny; przędze specjalne; szpagat, powrozy, linki i liny, oraz artykuły z nich	6	4,0
57	Dywany i pozostałe pokrycia podłogowe włókiennicze	7,3	3,4
58	Tkaniny specjalne; materiały włókiennicze igłowe, koronki; tkaniny obiciowe; pasmanteria; hafty	7,3	2,3
59	Tekstylia impregnowane, powleczone, pokryte lub laminowane; artykuły włókiennicze w rodzaju nadających się do użytku przemysłowego	6,1	1,8
60	Dzianiny	7,9	5,2
61	Artykuły odzieżowe i dodatki odzieżowe, dziane	11,7	2,1
62	Artykuły odzieżowe i dodatki odzieżowe, niedziane	11,3	2,7
63	Pozostałe gotowe artykuły włókiennicze; zestawy; odzież używana i używane artykuły włókiennicze; szmaty	10,1	1,8
64	Obuwie, getry i tym podobne; części tych artykułów	11,1	3,2
65	Nakrycia głowy i ich części	2,3	3,5
66	Parasole, parasole przeciwsłoneczne, laski, stołki myśliwskie, bicze, szpicruty i ich części	4,3	1,8
67	Pióra i puch, preparowane oraz artykuły z piór lub puchu; kwiaty sztuczne; artykuły z włosów ludzkich	2,8	0,5
68	Artykuły z kamienia, gipsu, cementu, azbestu, miki lub podobnych materiałów	1,4	3,3
69	Wyroby ceramiczne	4,6	12,6
70	Szkło i wyroby ze szkła	5	10,8
71	Perły natur. lub hodow., kamienie szlach. lub półszlach., metale szlach., metale platerowane metalem szlachetnym i artykuły z nich; sztuczna biżuteria; monety	0,6	33,9
72	Żeliwo i stal	0,3	0,3
73	Wyroby z żeliwa lub stali	1,7	4,2
74	Miedź i artykuły z miedzi	3,3	0,6
75	Nikiel i artykuły z niklu	0,7	1,4
76	Aluminium i artykuły z aluminium	6,4	4,2
78	Ołów i artykuły z ołowiu	2,3	0,9
79	Cynk i artykuły z cynku	3,1	0,5
80	Cyna i artykuły z cyny	0	6,3
81	Pozostałe metale nieszlachetne; cermetale; artykuły z tych materiałów	3	1,7
82	Narzędzia, przybory, noże, łyżki, widelce i pozostałe sztućce z metali nieszlachetnych; ich części z metali nieszlachetnych	3,1	5,5
83	Artykuły różne z metali nieszlachetnych	2,5	6,4
84	Reaktory jądrowe, kotły, maszyny i urządzenia mechaniczne; ich części	1,8	7,4
85	Maszyny i urządzenia elektryczne oraz ich części; rejestratory i odtwarzacze dźwięku, rejestratory i odtwarzacze obrazu i dźwięku oraz ich części i akcesoria	2,8	7,3
86	Lokomotywy, tabor szynowy i jego części; osprzęt i elementy torów i ich części; urządzenia sygnalizacyjne mechaniczne wszelkich typów (wł. elektromechaniczne)	1,7	2,1
87	Pojazdy nieszynowe oraz ich części i akcesoria	5,8	7,9
88	Statki powietrzne, statki kosmiczne i ich części	3,3	3,2
89	Statki, łodzie oraz konstrukcje pływające	1,1	0,5
90	Przyrządy i aparatura, optyczne, fotograficzne, kinematograficzne, pomiarowe, kontrolne, precyzyjne, medyczne lub chirurgiczne; ich części i akcesoria	2,2	5,9
91	Zegary i zegarki oraz ich części	4,2	7,7
92	Instrumenty muzyczne; części i akcesoria do takich artykułów	3,2	8,2
93	Broń i amunicja, ich części i akcesoria	2,2	1,4
94	Meble; pościel, materace, stelaże pod materace, poduszki itp.; lampy i oprawy oświetleniowe; reklamy świetlne znaki informacyjne itp.; budynki prefabrykowane	2,3	7,3
95	Zabawki, gry i artykuły sportowe; ich części i akcesoria	2,3	11,3
96	Artykuły przemysłowe różne	3,3	3,9

Źródło: WTO, Eurostat, Credit Agricole

Wzrost ryzyka politycznego w USA negatywny dla złotego

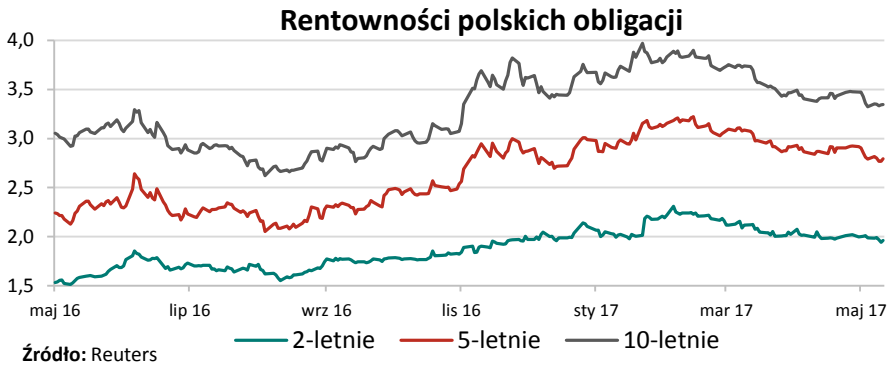


Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1908 (umocnienie złotego o 0,5%). W poniedziałek i we wtorek złoty umacniał się wspierany przez decyzję Moody's sprzed dwóch tygodni o zmianie perspektywy polskiego ratingu z negatywnej na stabilną (por. MAKROmapa z 15.05.2017). W środę rano złoty oraz inne waluty rynków wschodzących zaczęły tracić na wartości wraz ze wzrostem światowej awersji do ryzyka znajdującej odzwierciedlenie we wzroście indeksu VIX. W naszej ocenie niższy popyt na ryzykowne aktywa mógł być spowodowany doniesieniami prasowymi o możliwości impeachmentu D. Trumpa w związku z okolicznościami jego decyzji o zwolnieniu szefa FBI J. Comeya (istnieją podejrzenia, że mogła być to próba tuszowania ewentualnych kontaktów sztabu wyborczego D. Trumpa z Rosją). Doniesienia te przyczyniły się do znaczącego wzrostu kursu EURUSD. W piątek doszło do korekty i przez cały dzień złoty zyskiwał na wartości. Publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej miała ograniczony wpływ na rynek.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z majowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że będzie ona oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI dla strefy euro oraz indeks Ifo dla Niemiec), w przypadku realizacji naszych prognoz zbliżonych do konsensusu rynkowego, będą neutralne dla złotego. Zagregowany wpływ danych z USA (PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan) na kurs polskiej waluty będzie w naszej ocenie ograniczony.

Publikacja *Minutes* FOMC w centrum uwagi polskiego rynku długu



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,963 (spadek o 2pb), obligacji 5-letnich nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 2,795, a obligacji 10-letnich zwiększyły się do poziomu 3,347 (wzrost o 2pb). W poniedziałek na otwarciu obserwowany był wzrost rentowności polskich obligacji widoczny szczególnie na środkowym odcinku i długim końcu krzywej dochodowości. Doszło do niego mimo decyzji Moody's sprzed dwóch tygodni o zmianie perspektywy polskiego ratingu z negatywnej na stabilną por. MAKROmapa z 15.05.2017). W naszej ocenie źródłem spadku cen polskiego długu była realizacja zysków przez część inwestorów po silnym obniżeniu rentowności polskich obligacji dwa tygodnie temu. We wtorek i w środę obserwowany był wzrost cen polskich obligacji, czemu sprzyjało ogłoszenie niższej od oczekiwań podaży obligacji na czwartkowej aukcji Ministerstwa Finansów. Na aukcji długu Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 5-, 9- i 10- letnich terminach zapadalności za 3,0 mld zł przy popycie równym 6,86 mld zł. Po aukcji doszło do nieznacznego wzrostu

cen obligacji. W piątek ceny polskiego długu były relatywnie stabilne. Publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej miała ograniczony wpływ na rynek długu.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie przewidziana na środę publikacja *Minutes* z majowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że może ona przyczynić się do wzrostu zmienności cen polskich obligacji. Dane nt. koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec) będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na ceny polskich obligacji. Neutralne dla polskiego rynku długu będą również liczne dane z USA (PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan).

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	0,9	
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	-0,6	
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	4,3	
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	8,1	
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	4,1	
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	4,6	
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	-825	-738		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,0	1,4	6,0	-5,3	9,3	3,1	-0,5	5,8	5,2	13,9	4,9	14,9		
Import (r/r, %, EUR)	0,0	2,5	0,8	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,1	9,9	18,9		

* 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
	Inwestycje (pp.)	-1,4	-0,8	-1,3	-2,8	0,3	0,7	1,2	2,1	-1,6	1,1	1,8
	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	0,0	-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**
		Wtorek 23.05.2017r.				
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,6	0,6	0,6
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	58,2	57,3	58,0
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Maj	112,9	112,6	113,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	56,4	56,4	56,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	56,7	56,3	56,5
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Maj	56,8	56,6	56,6
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	52,8		53,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	621	595	610
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Maj	20,0		
		Środa 24.05.2017r.				
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	5,71	5,70	5,65
20:00	USA	*Minutes* z posiedzenia FOMC	Maj			
		Czwartek 25.05.2017r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Kwiecień**	**8,1**	**7,7**	**7,7**
14:00	**Polska**	***Minutes* z posiedzenia RPP**	**Maj**			
		Piątek 26.05.2017r.				
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	I kw.	0,7	0,7	0,9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	1,7	-0,3	-1,2
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	97,7	97,2	97,5

* 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

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.