

Czy złoty jest niedowartościowany ?

W tym tygodniu

- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie czwartkowa publikacja wstępnych czerwcowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że wstępny odczyt zagregowanego indeksu PMI w strefie euro zwiększy się do 53,3 pkt. w lipcu wobec 52,8 pkt. w czerwcu, na co złoży się lekka poprawa nastrojów we Francji oraz Niemczech. W piątek poznamy ponadto odczyt indeksu Ifo, obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wskaźnik wzrośnie z 109,7 pkt. w czerwcu do 109,9 pkt. w lipcu, co wynikać będzie przede wszystkim z nieznacznej poprawy koniunktury w przetwórstwie. W naszej ocenie zarówno dane o wstępnych wskaźnikach PMI w strefie euro jak i odczyt indeksu Ifo mogą być lekko negatywne dla kursu złotego i rynku długu.
- **W środę poznamy dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła w czerwcu o 4,0% r/r wobec 3,8% w maju.** W kierunku jej nieznacznego przyspieszenia oddziaływała przede wszystkim wyższa sprzedaż samochodów. W sytuacji, gdy odczyt sprzedaży okaże się znacząco słabszy od naszej prognozy zbliżonej do konsensusu, rynek może zinterpretować te dane jako potwierdzenie wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego, sygnalizowanego przez opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o produkcji. W efekcie, po publikacji danych może dojść do dalszego spadku rentowności na krótkim końcu krzywej i osłabienia złotego.
- **W tym tygodniu napłyną również liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że sprzedaż nowych domów zmniejszyła się o 3,0% m/m w czerwcu wobec rekordowego wzrostu o 18,6% w maju. Jej spadek wynikać będzie przede wszystkim z efektu wysokiej bazy sprzed miesiąca. Z kolei sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w czerwcu o 1,6% m/m do 4,97 mln. Dane wskażą zatem na nieznaczną poprawę sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. W poniedziałek poznamy odczyt inflacji CPI, która naszym zdaniem zwiększyła się o 0,3% m/m w czerwcu wobec 0,4% w maju. Jej niższe tempo wzrostu wynikało ze spadku dynamiki cen żywności oraz niższej inflacji bazowej (0,2% m/m w czerwcu wobec 0,3% w maju). W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost cen paliw. W piątek uwaga rynków zwrócona będzie na publikację danych o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się o 1,0% m/m w czerwcu wobec -0,9% w maju. Wsparcie dla naszej prognozy szybszego wzrostu zamówień stanowią wyższa liczba zamówień w firmie Boeing oraz wzrost składowych indeksów NY Empire State oraz Philadelphia FED dla nowych zamówień. Dane z amerykańskiej gospodarki nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.
- **W czwartek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa, który w naszej ocenie zwiększył się w lipcu do 51,2 pkt. 50,7 pkt. w czerwcu.** Poprawa nastrojów przedsiębiorców będzie stanowić wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Chiny osiągnęły dołek aktywności gospodarczej na przełomie I i II kw. br. Oczekujemy, iż dane będą neutralne dla złotego i polskiego rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **Inflacja CPI w Polsce wzrosła w czerwcu do 0,3% r/r wobec 0,2% w maju.** Do jej wzrostu w największym stopniu przyczyniło się wprowadzenie nowych ofert przez operatorów sieci komórkowych, co spowodowało silne zwiększenie dynamiki cen w kategorii "łączość" (por. MAKROpuls z 15.07.2014). W konsekwencji inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii wzrosła do 1,0% r/r z 0,8% w maju. W kierunku zmniejszenia rocznego wskaźnika inflacji

oddziaływał natomiast spadek dynamiki cen paliw, a także dalszy spadek dynamiki cen żywności. Podtrzymujemy ocenę, że oczekiwana deflacja w miesiącach letnich w połączeniu z wyhamowaniem wzrostu gospodarczego w II kw. skłonią Radę Polityki Pieniężnej do obniżki stóp procentowych o 25 pb. we wrześniu br.

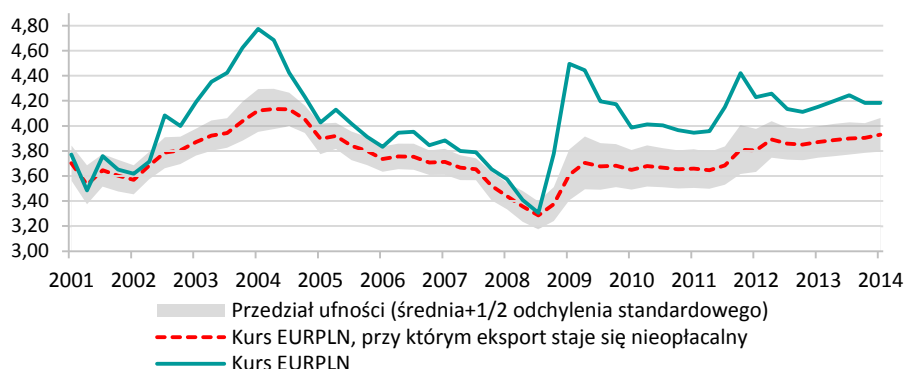
- **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w czerwcu o 1,7% r/r wobec 4,4% w maju.** Struktura danych o produkcji przemysłowej wskazuje, iż spadek jej dynamiki wynikał w dużej mierze ze zmniejszenia dynamiki produkcji w przetwórstwie, w szczególności w branżach eksportowych (por. MAKROpuls z 17.07.2014). Na uwagę zasługuje ponadto wzrost produkcji budowlano-montażowej, która wyniosła w czerwcu o 8,0% r/r wobec 10,0% w maju. Uważamy, że w kolejnych miesiącach jej dynamika będzie dalej stopniowo wzrastać za sprawą oczekiwanego przez nas ożywienia w budownictwie mieszkaniowym i inwestycjach infrastrukturalnych w II poł. br. Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą wzrost PKB w Polsce w II kw. 2014 r. spowolnił do 3,1% r/r wobec 3,4% w I kw.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w czerwcu 3,5% r/r wobec 4,8% w maju.** Naszym zdaniem, w kierunku spowolnienia wzrostu płac oddziaływało m.in. ustąpienie efektu wypłat premii w przedsiębiorstwach zajmujących się rafinacją ropy naftowej (por. MAKROpuls z 16.07.2014). Roczna dynamika zatrudnienia w czerwcu nie zmieniła się w stosunku do maja i wyniosła 0,7% r/r. W efekcie, w II kw. 2014 r. realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło 4,5% r/r (najwyżej od I kw. 2011 r.) wobec 3,6% r/r w I kw. Dane stanowią zatem wsparcie dla naszej prognozy wzrostu realnej dynamiki konsumpcji z 2,6% r/r w I kw. do 2,9% w II kw. br.
- **W maju ponownie została odnotowana nadwyżka na rachunków obrotów bieżących, jednakże była ona niższa niż w kwietniu (280 mln EUR wobec 941 mln EUR w kwietniu).** Obniżenie salda rachunku bieżącego wynikało m.in. ze zmniejszenia nadwyżki na rachunku obrotów towarowych (175 mln EUR wobec 733 mln EUR) oraz niższego salda dochodów i usług. W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast wyższe transfery z Unii Europejskiej. Dynamika eksportu wzrosła w maju do 11,3% r/r wobec 6,7% w kwietniu, z kolei dynamika importu zwiększyła się z 6,2% r/r do 9,9% w maju, wskazując na coraz silniejszy popyt krajowy. Oczekujemy, iż dalsze stopniowe ożywienie popytu wewnętrznego w najbliższych kwartałach przyczyni się do zwiększenia relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB, jednakże pozostanie ona na relatywnie niskim poziomie.
- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce wystąpienie szefowej FED J. Yellen przed Kongresem.** Przedstawiła ona stanowisko, zgodnie z którym ożywienie amerykańskiej gospodarki widoczne jest przede wszystkim w danych nt. zatrudnienia, bezrobocia oraz produkcji. Y. Yellen podkreśliła jednak, iż poprawa na rynku pracy wciąż odbiega od oczekiwań FED, jednocześnie zwracając uwagę na w jej ocenie niski współczynnik aktywności zawodowej. W swojej wypowiedzi wspomniała również, że pomimo swojego ostatniego wzrostu inflacja w dalszym ciągu znajduje się poniżej celu inflacyjnego FED. Y. Yellen wyraziła również przekonanie, iż akomodacyjna polityka prowadzona przez Rezerwę Federalną jest spójna z obecnym stanem gospodarki. Szefowa FED oczekuje, że w październiku zakończony zostanie program QE3, a stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przez długi czas po zakończeniu programu.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane ze sfery realnej amerykańskiej gospodarki.** Sprzedaż detaliczna zwiększyła się w czerwcu do 0,4% m/m, czyli tyle samo co w maju. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów wyniosła ona 0,2% m/m wobec 0,5% w maju. Wzrost odnotowała także produkcja przemysłowa, która zwiększyła się o 0,2% m/m w czerwcu wobec 0,5% w maju. Na uwagę zasługuje także utrzymujący się wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych (79,1% w czerwcu), co wskazuje, iż amerykańskie przedsiębiorstwa chcąc utrzymać wzrost produkcji, w najbliższym czasie będą zmuszone do zwiększenia nakładów na środki trwałe. W ubiegłym tygodniu napłynęły także nieco słabsze dane z amerykańskiego

rynku nieruchomości. Liczba rozpoczętych budów zmniejszyła się w czerwcu do 893 tys. wobec 985 tys. w maju, a liczba nowych pozwoleń na budowę spadła do 963 tys. wobec 1005 tys. w maju. Dane wskazują zatem, iż pomimo ostatnich pozytywnych sygnałów z amerykańskiego rynku nieruchomości, widoczne na nim ożywienie jest nieregularne. W ubiegłym tygodniu napłynęły także wyniki badań koniunktury w USA. Indeks NY Empire State zwiększył się w lipcu do 25,6 pkt. wobec 19,28 pkt. w czerwcu, a indeks Philadelphia FED wzrósł do 23,9 pkt. w lipcu wobec 17,8 pkt. w czerwcu, wskazując tym samym na poprawę koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Lekkie pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów zasygnalizował natomiast wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan, który wyniósł w lipcu 81,3 pkt. wobec 82,5 pkt. w czerwcu. Mieszany obraz realnej sfery amerykańskiej gospodarki jest spójny z naszym scenariuszem, zgodnie z którym FED w październiku zakończy program QE3, a stopa funduszy federalnych zostanie podniesiona najwcześniej w II poł. 2015. r.

- ▬ **Dynamika PKB w Chinach wzrosła w II kw. do 2,0% kw/kw wobec 1,4% w I kw.** Wyższe tempo wzrostu gospodarczego wynikało przede wszystkim z większego wkładu inwestycji. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast niższy wkład konsumpcji. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także odczyty czerwcowej produkcji przemysłowej w Chinach (9,2% r/r wobec 8,8% w maju), sprzedaży detalicznej (12,4% r/r wobec 12,5% w maju) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (17,3% r/r wobec 17,2% w maju). Dane wskazują zatem, iż Chiny osiągnęły dołek w aktywności gospodarczej w II kw. Podtrzymujemy prognozę, że wzrost PKB w Państwie Środka wyniesie 7,4% w 2014 r. wobec 7,7% w 2013 r.
- ▬ **Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w maju o -1,1% m/m wobec wzrostu o 0,7% w kwietniu.** W znacznym stopniu do niższego odczytu przyczyniło się zmniejszenie produkcji we Francji (-1,7% m/m wobec 0,3% w kwietniu) i w Niemczech (-1,8% m/m wobec -0,3% w kwietniu) oraz we Włoszech (-1,2% m/m wobec 0,5% w kwietniu). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także lipcowy odczyt wskaźnika ZEW obrazującego nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, który obniżył się do 27,1 pkt. wobec 29,8 pkt. w czerwcu. Dane te stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w strefie euro (0,3% kw/kw w II kw. wobec 0,2% w I kw.).

▬ Czy złoty jest niedowartościowany?

W ostatnich miesiącach mieliśmy do czynienia z relatywnie niską na tle historycznym zmiennością złotego. Współczynnik zmienności (iloraz odchylenia standardowego i średniej z dziennych poziomów zamknięcia w danym kwartale) dla kursu EURPLN osiągnął w IV kw. ub. r. minimum globalne (na danych dostępnych od 1993 r.), a w I poł. br. tylko nieznacznie wzrósł. Skala wahań kursu złotego w II kw. br. była podobna do zmienności obserwowanej dla węgierskiego forinta i rumuńskiego leja oraz nieznacznie niższa od tej dla kursu EURUSD. Złoty pozostał odporny na spowolnienie gospodarcze w Chinach, kryzys ukraiński oraz zawirowania polityczne w Polsce. Wysoka stabilność polskiej waluty skłania do zadania pytania o trwałość tego zjawiska. Odpowiedź może zostać udzielona poprzez analizę odchylenia rzeczywistego kursu złotego od jego krótkoterminowego kursu równowagi, czyli kursu spójnego z obecnym stanem koniunktury.



W ramach badań koniunktury przedsiębiorstw przeprowadzanych przez NBP zadawane jest pytanie o kurs EURPLN wyznaczający granicę opłacalności polskiego eksportu. Od I kw. 2009 r. rzeczywisty kurs EURPLN znajduje się znacznie powyżej kursu opłacalności. Badania NBP sygnalizują zatem

niedowartościowanie polskiej waluty. Jednak taka ocena eksporterów nie może być wystarczającą przesłanką do stwierdzenia, że kurs złotego jest zbyt niski.

Zgodnie z teorią ekonomii w ocenie niedowartościowania kursu walutowego stosuje się dekompozycję kursu walutowego na składową kształtowaną przez czynniki makroekonomiczne, nazywaną także kursem równowagi oraz komponent zakłóceń, będący efektem niezidentyfikowanych przyczyn. Wspomniana wyżej dekompozycja, a w szczególności wyznaczenie kursu równowagi, umożliwia przewidywanie kierunku zmian kursów walutowych. Jeżeli bowiem kurs rzeczywisty znajduje się poniżej kursu równowagi istnieje wysokie prawdopodobieństwo, iż kurs rzeczywisty się umocni. Podobnie, jeśli kurs rzeczywisty kształtuje się powyżej kursu równowagi, możemy oczekiwać jego osłabienia.

W naszej analizie w celu wyznaczenia realnego krótkookresowego kursu równowagi złotego względem euro posłużyliśmy się modelem kursu równowagi behawioralnej (ang. Behavioral Equilibrium Exchange Rate, BEER). Zakłada on istnienie zależności (określonej przez odpowiednie równanie kointegrujące) pomiędzy kursem walutowym danego kraju a najważniejszymi determinantami zmian w nominalnej i realnej sferze gospodarki. Na podstawie literatury przedmiotu (Clark, MacDonald [1999]; Driver, Westaway [2004]) wybraliśmy dwie zmienne determinujące realny kurs równowagi EURPLN (*rer*). Dodatkowym, wybranym przez nas czynnikiem zmienności, który nie jest zwykle wymieniany w publikacjach dot. klasycznego modelu BEER, jest poziom indeksu WIG20.

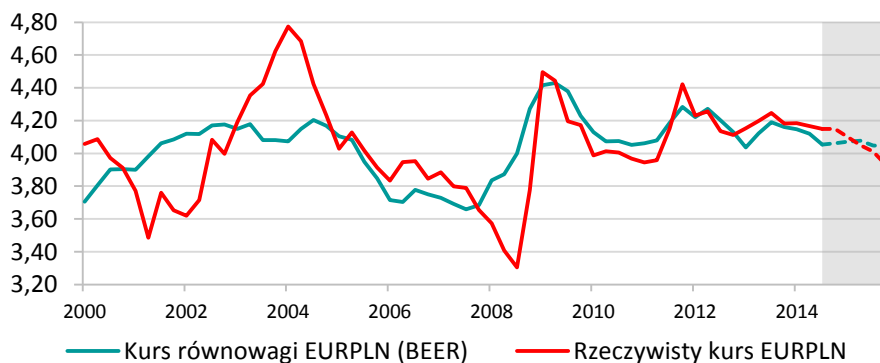
- **Dysparytet stóp procentowych (*r*)**, wyrażony jako różnica pomiędzy realną stopą WIBOR 3M (deflowaną wskaźnikiem inflacji CPI w Polsce) a realną stopą EURIBOR 3M (deflowaną wskaźnikiem inflacji HICP w strefie euro). Im wyższy jest dysparytet stóp procentowych, tym wyższa jest skłonność inwestorów zagranicznych do lokowania kapitału portfelowego w Polsce (transakcje *carry trade*), a tym samym także silniejszy powinien być realny kurs złotego.
- **Udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto w PKB (*fdipkb*)**, reprezentujący skumulowany napływ kapitału zagranicznego do Polski. Zwiększony napływ kapitału oddziałuje w kierunku wzrostu popytu na złotego.
- **WIG20 (*wig20*)**, odzwierciedlający w modelu zarówno awersję względem ryzyka na rynkach finansowych, jak i przepływ kapitału portfelowego do Polski. Zgodnie z teorią ekonomii wzrost awersji do ryzyka powinien oddziaływać w kierunku spadku cen bardziej ryzykownych aktywów, do jakich zalicza się także złoty i instrumenty w nim nominowane.

Otrzymane wyniki oszacowań modelu BEER są zgodne z teorią kursu równowagi i oczekiwanymi przez nas zależnościami:

$$rer_t = -0.23 + 1.37 * r_t + 0.07 * wig20_t + 0.09 * fdipkb_t + \epsilon_t$$

W celu sformułowania prognozy kursu równowago EURPLN do końca 2015 r. konieczne było przyjęcie założeń co do przyszłego kształtowania się zmiennych objaśniających wykorzystywanych w modelu. W celu obliczenia dysparytetu stóp procentowych w przypadku Polski posłużyliśmy się naszymi kwartalnymi prognozami stopy WIBOR 3M oraz inflacji CPI (por. tabela). Prognozy dla stopy EURIBOR 3M oraz inflacji HICP w strefie euro przygotowane zostały przez Credit Agricole Corporate and Investment Bank. Zakładają one, iż stopa EURIBOR 3M w horyzoncie prognozy ukształtuje się na poziomie 0,15% z kolei średnioroczne tempo inflacji HICP w 2014 r. wyniesie 0,8% r/r, a w 2015 1,3%. W przypadku indeksu WIG20, prognozujemy, iż wraz z ożywieniem gospodarczym jego wartość będzie stopniowo wzrastać z obecnego poziomu ok. 2400 pkt. do 2500 pkt. pod koniec br. i 2700 pkt. w IV kw. 2015 r. Założyliśmy również, że udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto w PKB będzie stopniowo rósł w horyzoncie projekcji i w IV kw. 2015 r. osiągnie poziom 39,0% wobec 36,7% w I kw. 2014 r. Wprawdzie w 2013 r. odnotowano odpływ BIZ, był on jednak naszym zdaniem związany przede wszystkim z recesją w strefie euro. Wraz z nasileniem ożywienia w obszarze wspólnej waluty oczekujemy ponownego napływu BIZ do Polski. Taka

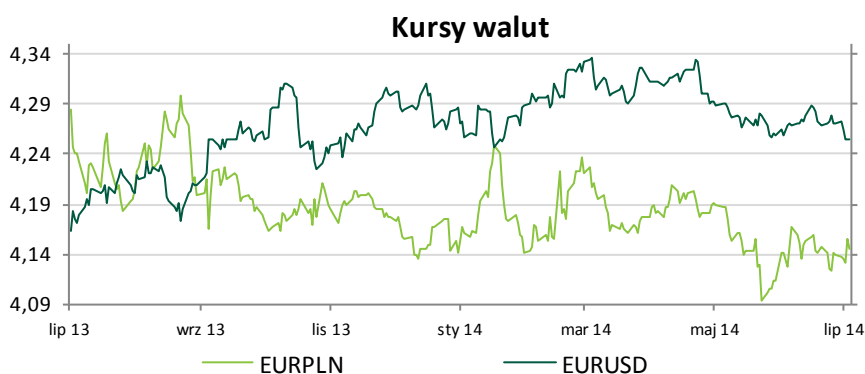
tendencja będzie wspierana przez wydłużenie działalności specjalnych stref ekonomicznych do 2026 r. oddziałujące w kierunku napływu kapitału długoterminowego do Polski.



Zgodnie z prognozą modelową otrzymaną przy przyjęciu przedstawionych powyżej założeń makroekonomicznych behawioralny kurs równowagi wyniósł w II kw. br. 4,11 zł za euro. W horyzoncie prognozy (III kw. br. – IV kw. 2015 r.) kurs równowagi ukształtuje się na poziomie 4,04-4,07 zł za euro. Otrzymane wyniki oszacowań modelowych wskazują zatem, że

bieżący potencjał umocnienia złotego wynosi ok. 2-3%. Scenariusz stopniowej aprecjacji kursu równowagi w horyzoncie najbliższych kwartałów jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Zakładana przez nas skala aprecjacji złotego (kurs EURPLN równy 3,90 na koniec 2015 r.), jest jednak wyższa niż wzrost kursu równowagi, co będzie efektem oddziaływania czynników nieuwzględnionych w modelu. Uruchomienie przez EBC programu TLTRO będzie oddziaływało w kierunku aprecjacji złotego przy niezmiennym nominalnym dysparytecie stóp procentowych. Ponadto, ubiegłotygodniowe wypowiedzi J. Yellen, wskazujące na wysokie prawdopodobieństwo utrzymywania łagodnej polityki pieniężnej FED przez dłuższy czas, stanowią dodatkowe wsparcie dla polskiej waluty.

Indeksy PMI w centrum uwagi



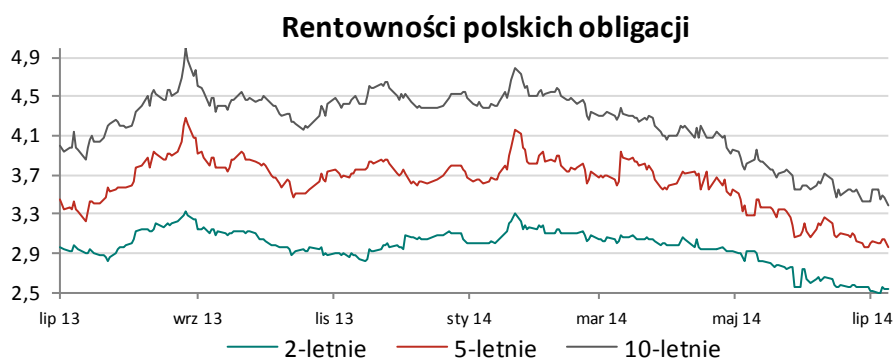
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1460 (osłabienie złotego o 0,1%). W poniedziałek mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu złotego, gdyż inwestorzy oczekiwali na wtorkowe dane o inflacji w Polsce. Wyższy od konsensusu odczyt zmniejszył oczekiwania inwestorów co do obniżki stóp procentowych, co

oddziaływało w kierunku lekkiego umocnienia polskiej waluty. W środę złoty dalej się umacniał co spowodowane było gołym wydzźwiękiem wystąpienia J. Yellen, w którym zapowiedziała, iż polityka monetarna FED jeszcze przez długi czas pozostanie wysoce akomodacyjna. W czwartek złoty zaczął tracić na wartości, co spowodowane było wzrostem światowej awersji do ryzyka związanej z nałożeniem nowych sankcji gospodarczych przez USA i UE na Rosję. Deprecjacje polskiej waluty pogłębił dodatkowo wyraźnie niższy od oczekiwań czwartkowy odczyt polskiej produkcji przemysłowej, nasilający oczekiwania inwestorów na obniżki stóp przez RPP. Zestrzelenie samolotu pasażerskiego nad Ukrainą w czwartek również oddziaływało w kierunku dalszego wzrostu światowej awersji do ryzyka i osłabienia złotego. W piątek złoty odrabiał straty utrzymując się w łagodnym trendzie aprecjacyjnym.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będą odczyty indeksów PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach. Najprawdopodobniej wskażą one na nieznaczną poprawę koniunktury w strefie euro, co może oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego. Środowa publikacja sprzedaży detalicznej w Polsce, w przypadku realizacji naszej prognozy zbliżonej do konsensusu

rynkowego, nie powinna wywołać znaczącej reakcji inwestorów. W czwartek poznamy natomiast wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa. Oczekujemy jednak że reakcja rynku na dane z Chin będzie ograniczona. W naszej ocenie neutralne dla złotego będą także liczne odczyty z amerykańskiej gospodarki (rynek nieruchomości, inflacja, zamówienia na dobra trwałe).

Czerwcowy sprzedaż detaliczna istotna dla rynku długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 2,485 (wzrost o 1pb), obligacji 5-letnich obniżyły się do poziomu 2,917 (spadek o 5pb), a obligacji 10-letnich obniżyły się do poziomu 3,330 (spadek o 18pb).

W poniedziałek ceny polskiego długu były stabilne, ponieważ inwestorzy oczekiwali na wtorkowe

dane nt. inflacji w Polsce. Wyższy od oczekiwań odczyt zmniejszył nadzieje rynków na łagodzenie polityki monetarnej, co oddziaływało w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji, szczególnie na krótkim końcu krzywej. W dalszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z silnym wzrostem cen polskiego długu na długim końcu krzywej w ślad za wzrostem cen obligacji niemieckich. Było to związane ze wzrostem oczekiwań inwestorów, iż polityka monetarna w strefie euro jeszcze przez dłuższy czas pozostanie łagodna. Czwartkowe, słabsze od konsensusu dane nt. produkcji przemysłowej w Polsce dodatkowo oddziaływały w kierunku spadku rentowności na długim końcu krzywej. Krajowe dane nie wpłynęły istotnie na rentowności 2-letnich papierów. Wskazuje to, że dotychczasowa retoryka RPP, sygnalizująca niskie prawdopodobieństwo złagodzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach, jest silną kotwicą dla rynkowych oczekiwań dotyczących stóp procentowych.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie odczyt sprzedaży detalicznej w Polsce. W przypadku realizacji naszej prognozy, zbliżonej do konsensusu rynkowego, nie oczekujemy znaczącej reakcji rynku. W sytuacji, gdy odczyt sprzedaży okaże się znacząco słabszy od konsensusu, rynek może zinterpretować te dane jako potwierdzenie wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego, sygnalizowanego przez opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o produkcji. W efekcie, po publikacji danych może dojść do dalszego spadku rentowności na krótkim końcu krzywej i osłabienia złotego. W kierunku przeciwnym mogą oddziaływać lepsze odczyty indeksów PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach. Reakcja rynku długu na publikacje danych z USA (inflacja, zamówienia na dobra trwałe, rynek nieruchomości) oraz indeksu PMI dla Chin będzie naszym zdaniem ograniczona.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Kurs EURPLN*	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,15
Kurs USDPLN*	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,03
Kurs CHFPLN*	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,40
Inflacja CPI (r/r, %)	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,7	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	4,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,1	
Saldo ROB (mln EUR)	100	-566	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	280		
Eksport (r/r, % EUR)	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,5	5,8	10,9	6,7	11,3		
Import (r/r, % EUR)	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	7,3	3,1	6,2	9,9		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2014				2015				2013	2014	2015	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,4	3,1	3,6	3,7	3,5	3,8	3,9	4,2	1,6	3,5	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	2,9	2,8	3,4	3,3	3,5	3,7	3,8	0,8	2,9	3,6	
Inwestycje (% r/r)	10,7	7,1	7,6	8,7	8,2	8,8	8,1	8,5	-0,2	8,4	8,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,6	7,8	6,8	8,0	8,7	7,8	6,7	6,7	4,6	7,6	7,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,9	8,2	6,8	9,8	10,3	9,3	9,0	8,8	1,2	8,3	9,2	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,7	1,8	1,7	1,8	2,2	2,1	2,2	2,0	0,5	1,7	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,2	1,2	1,3	2,3	1,0	1,5	1,5	2,3	0,0	1,6	1,6
	Eksport netto (pp.)	0,5	0,1	0,2	-0,6	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	1,6	0,0	-0,4
Saldo obrotów bieżących***	-0,9	-0,6	-0,3	-0,5	-0,7	-1,3	-1,6	-1,8	-1,3	-0,5	-1,8	
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,1	11,6	11,8	12,7	11,5	11,1	11,4	13,4	11,8	11,4	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,8	3,9	4,0	3,5	4,0	4,0	4,1	3,4	4,0	3,9	
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	-0,4	0,1	0,8	1,1	1,3	1,4	0,9	0,1	1,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,45	2,45	2,45	2,45	2,62	2,78	2,71	2,45	2,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50	2,50	2,25	2,50	
EURPLN**	4,17	4,16	4,15	4,15	4,08	4,03	4,00	3,90	4,15	4,15	3,90	
USDPLN**	3,03	3,04	3,03	3,14	3,14	3,12	3,13	3,07	3,02	3,14	3,07	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 22.07.2014r.						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Czerwiec	0,4	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Czerwiec	0,3	0,2	0,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Czerwiec	4,89	4,97	4,98
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Lipiec	3,0		5,0
Środa 23.07.2014r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Czerwiec	12,5	12,1	12,1
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	3,8	4,0	4,1
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	-7,4		-7,5
Czwartek 24.07.2014r.						
3:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	50,7	51,2	
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	52,0	52,4	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Lipiec	52,8	53,3	52,7
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	51,8	52,2	51,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Czerwiec	504	502	480
Piątek 25.07.2014r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Lipiec	109,7	109,9	109,4
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	1,0	1,2	1,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Czerwiec	-0,9	1,0	0,5

* 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
	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.