Eksport żywności nie spadnie z powodu embarga

W tym tygodniu

- **W tym tygodniu najważniejszym krajowym wydarzeniem będzie zaplanowana na środę publikacja danych o lipcowej produkcji przemysłowej.** Prognozujemy, że produkcja przemysłowa wzrosła o 2,3% r/r wobec 1,7% w czerwcu. Spadek wskaźnika koniunktury w przetwórstwie (PMI) w lipcu stanowi istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy. W przypadku ukształtowania się odczytu produkcji poniżej konsensusu rynkowego (2,2%), oczekiwania rynków na obniżkę stóp procentowych przez RPP mogą się lekko nasilić, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W czwartek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację wstępnych sierpniowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że wstępny odczyt zagregowanego indeksu PMI w strefie euro zmniejszy się do 53,3 pkt. w sierpniu wobec 53,8 pkt. w lipcu, na co złoży się lekkie pogorszenie nastrojów w Niemczech i stabilizacja wartości wskaźnika we Francji. Pogorszenie nastrojów w obszarze wspólnej waluty będzie przede wszystkim odzwierciedleniem obaw przedsiębiorców o eskalację konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. W naszej ocenie dane o wstępnych wskaźnikach PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach będą lekko pozytywne dla złotego i polskiego długu.
- **W środę uwaga rynków będzie zwrócona na publikację *Minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji najprawdopodobniej znajdą się informacje w jaki sposób ostanie dane makroekonomiczne, w szczególności te dotyczące rynku pracy, PKB oraz inflacji, wpływają na prawdopodobny moment podwyżki stóp procentowych. Oczekujemy, że treść *Minutes* nie zmieni zasadniczo naszego scenariusza perspektyw polityki monetarnej w USA. Obecnie zakładamy, że program QE3 zostanie zakończony w październiku br., a pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi nie wcześniej niż w II poł. 2015 r.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w USA będzie doroczne, trzydniowe sympozjum w Jackson Hole.** Tegorocznym tematem przewodnim konferencji będzie rynek pracy („Re-Evaluating Labour Market Dynamics"). W czasie sympozjum mogą pojawić się nowe, istotne informacje dot. perspektyw kształtowania się polityki monetarnej w USA, a tym samym oczekujemy podwyższonej zmienności na rynkach podczas trwania konferencji.
- **W tym tygodniu napłyną również liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się o 2,0% m/m w lipcu wobec spadku o 1,1% w czerwcu. Zaobserwujemy również wzrost liczby rozpoczętych budów domów do 929 tys. z 893 tys. w czerwcu oraz zwiększenie liczby pozwoleń na budowę do 994 tys. z 973 tys. Dane wskażą zatem na lekką poprawę sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Philadelphia FED spadł w sierpniu do 20,0 pkt. wobec 23,9 pkt. w lipcu. Publikacje z USA pozostaną jednak w cieniu sympozjum w Jackson Hole i nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynków.
- **W czwartek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa, który w naszej ocenie zmniejszył się w sierpniu do 51,4 pkt. z 51,7 pkt. w lipcu.** Pogorszenie nastrojów przedsiębiorców będzie stanowić wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym spowolnienie gospodarcze w Chinach przedłuży się na III kw. br. Oczekujemy, iż dane będą lekko negatywne dla złotego i polskiego rynku długu.
- **We wtorek opublikowane zostaną czerwcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia zwiększyła się do 0,8% r/r z 0,7% w czerwcu. Z kolei tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia pozostało w lipcu na niezmienionym w stosunku do czerwca poziomie (3,5% r/r). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **Kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w II kw. wyniosło 0,0% wobec wzrostu o 0,2% w I kw. (0,7% r/r wobec 0,9% w I kw.).** Złożyły się na to m.in. spadek PKB w Niemczech (-0,2% kw/kw w II kw. wobec +0,8% w I kw.) i we Włoszech (-0,2% kw/kw wobec -0,1%) oraz stagnacja we Francji. Optymistycznym sygnałem płynącym z danych jest przyspieszenie wzrostu gospodarczego w południowych państwach strefy euro. Wzrost kwartalnej dynamiki PKB odnotowano bowiem w Portugali (0,6% wobec -0,6% w I kw.) oraz Hiszpanii (0,6% wobec 0,4%). Pewny niepokój mogą budzić dane o PKB z Niemiec. Obecnie trudno ocenić w jakim stopniu spadek PKB w II kw. jest efektem wysokiej bazy z I kw. (wpływ korzystnych warunków meteorologicznych), a w jakim zakresie może on odzwierciedlać trwałe spowolnienie. Pełniejsza ocena perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie możliwa po zapoznaniu się z sierpniowymi wskaźnikami PMI, choć ryzyko wolniejszego wzrostu PKB w Niemczech w III kw. sygnalizował już odczyt wskaźnika ZEW (spadek do 8,6 pkt. w sierpniu z 27,1 w lipcu).
- **Miesięczne dane z Chin wskazały na kontynuację spowolnienia w tej gospodarce.** Dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się z 17,3% r/r w czerwcu do 17,0% w lipcu, produkcji przemysłowej z 9,2% do 9,0%, a sprzedaży detalicznej z 12,4% do 12,2%. Dane te, w połączeniu z sierpniowymi wynikami badań koniunktury (patrz powyżej) sygnalizują, iż spowolnienie w Chinach najprawdopodobniej będzie kontynuowane również w III kw. br.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z USA.** Wolumen sprzedaży detalicznej pozostał w lipcu na niezmienionym w stosunku do czerwca poziomie. Miesięczne tempo wzrostu produkcji przemysłowej nie zmieniło się w lipcu i wyniosło 0,4%. W tym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State obniżył się w sierpniu do 14,7 pkt. z 25,6 pkt. w lipcu. Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zasygnalizował pogorszenie nastrojów konsumentów w sierpniu (spadek do 79,2 pkt. z 81,8 pkt.). Dane z realnej sfery gospodarki w połączeniu z sierpniowymi indeksami koniunktury wskazują na lekkie spowolnienie wzrostu gospodarczego w III kw. br.
- **Tempo wzrostu PKB w Polsce w II kw. br. wyniosło 3,2% r/r wobec 3,4% w I kw.** Oczyszczone z wpływu czynników sezonowych tempo wzrostu PKB w II kw. br. wyniosło 0,6% kw/kw (najniżej od I kw. 2013 r.) wobec 1,1% w I kw. Dane o PKB potwierdzają, że faza silnego ożywienia, w której polska gospodarka znajdowała się od II kw. 2013 r., dobiegła końca (por. MAKROpuls z 14.08.2014). Oczekujemy, że w III kw. głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w Polsce pozostanie popyt krajowy, jednak odnotowane w lipcu dalsze pogorszenie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym i wprowadzenie przez Rosję embarga na polską żywność sygnalizują niskie prawdopodobieństwo wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II poł. 2014 r. W konsekwencji, istnieje istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy dynamiki PKB zarówno w III kw. (3,6% r/r), jak i w całym 2014 r. (3,5% r/r).
- **Inflacja CPI w Polsce spadła w lipcu do -0,2% r/r wobec 0,3% w czerwcu.** Tym samym roczne tempo wzrostu cen w lipcu było ujemne po raz pierwszy od początku gospodarczej transformacji w Polsce (por. MAKROpuls z 13.08.2014). Do znaczącego obniżenia dynamiki cen w lipcu przyczyniło się pogłębienie spadku cen żywności oraz wysoka ubiegłoroczna baza związana z wprowadzoną w 2013 r. znaczącą podwyżką opłat za wywóz odpadów, będącą efektem wejścia w życie tzw. "ustawy śmieciowej". W konsekwencji, inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i nośników energii obniżyła się z 1,0% r/r w czerwcu do 0,4% r/r w lipcu. Podtrzymujemy ocenę, że krótkoterminowe perspektywy inflacji, w tym oczekiwana deflacja w II półroczu, skłonią Radę Polityki Pieniężnej do obniżki stóp procentowych o 25 pb. we wrześniu br.
- **W czerwcu odnotowano ujemne saldo na rachunku bieżącym w Polsce (-391 mln EUR wobec +124 mln EUR w maju).** W kierunku spadku salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływało

przede wszystkim niższe saldo transferów z Unią Europejską. Dynamika eksportu spadła z 11,5% r/r w maju do 7,3% w czerwcu, a dynamika importu obniżyła się z 11,6% r/r do 9,6%. Szacujemy, że obliczona dla czterech kwartałów relacja salda bilansu płatniczego do PKB zwiększyła się do -0,9% w II kw. z -1,0% w I kw. Oczekujemy, iż dalsze stopniowe ożywienie popytu krajowego w najbliższych kwartałach przyczyni się do zwiększenia relacji deficytu w obrotach bieżących do PKB, jednakże pozostanie ona na relatywnie niskim poziomie, co będzie czynnikiem stabilizującym kurs złotego.

Eksport żywności nie spadnie z powodu embarga

Embargo rosyjskie na import żywności z Polski będzie oddziaływało w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz spadku inflacji (por. MAKROmapa z 11.08.2014) w horyzoncie czterech kwartałów. Celem poniższej analizy jest ocena, czy wyższy popyt na żywność zgłaszany przez innych partnerów handlowych Polski będzie w stanie skompensować ograniczenie wzrostu gospodarczego wynikające z wprowadzonego embarga. W tym celu przeanalizowaliśmy koniunkturę gospodarczą w poszczególnych krajach będących głównymi odbiorcami polskiej żywności. Dane historyczne wskazują bowiem na wysoką współzależność pomiędzy aktywnością gospodarczą (PKB, konsumpcją) w krajach Unii Europejskiej, a eksportem żywności z Polski.

Eksport żywności z Polski			Wg kraju przeznaczenia	Udział w PKB Polski
Świat			100,0%	4,2%
Unia Europejska			76,8%	3,3%
w tym:	**Strefa Euro**		47,6%	2,1%
	w tym:	**Niemcy**	22,8%	1,0%
		Francja	4,4%	0,2%
		Włochy	4,9%	0,2%
		Hiszpania	2,0%	0,1%
	CE-3		10,2%	0,4%
	Wielka Brytania		8,5%	0,4%

Źródło: Eurostat

W 2013 r. eksport żywności z Polski wyniósł 4,2% PKB, z czego znaczącą część stanowił eksport do Unii Europejskiej (3,3% PKB), dokąd trafiło ok. 77% jego całkowitej wartości. Poza Unią Europejską tylko cztery kraje były odbiorcami więcej niż 1% polskiego eksportu żywności – Rosja, Ukraina, Białoruś i Stany Zjednoczone. Ze względu na dominujące znaczenie UE w eksporcie żywności nasza analiza skupia się na tym rynku. Na podstawie prognoz przygotowanych przez ekonomistów Grupy Credit Agricole dot. PKB i konsumpcji w państwach członkowskich UE oceniliśmy potencjał wzrostowy rynków żywności w tych krajach w najbliższych kwartałach. Nasza analiza obejmie w szczególności Niemcy, Francję, pozostałe kraje strefy euro, Wielką Brytanię oraz najważniejsze kraje regionu – CE-3 (Czechy, Węgry i Rumunię).

Eksport żywności do Niemiec stanowił w 2013 r. 22,8% całkowitego eksportu żywności z Polski. Najważniejszą kategorię eksportu żywności do tego kraju tworzyły ryby, których udział w jego całkowitej wartości wyniósł 20,1%. Inne ważne kategorie to owoce i warzywa (19,7%), zboże i produkty zbożowe (16,1%) oraz mięso (14,3%). W 2013 r. najwyższą dynamiką wzrostu charakteryzował się eksport żywych zwierząt, którego wartość zwiększyła się o 31,9% r/r. Jednocześnie sprzedaż do Niemiec rosła również w kategoriach: ryby (18,8% r/r), produkty cukrowe (16,2% r/r) oraz zboża i produkty zbożowe (10,0% r/r). Oczekujemy, że wzrost gospodarczy w Niemczech będzie stopniowo przyspieszał w kolejnych kwartałach (por. tabela). Dzięki rosnącemu zatrudnieniu i wynagrodzeniu nastąpi również szybszy wzrost konsumpcji. Taką ocenę wspierają najnowsze badania koniunktury, które wskazują obecnie na rekordowo wysoki poziom nastrojów konsumenckich.

	Struktura geograficzno-produktowa eksportu żywności z Polski							
	UE	Strefa euro	Niemcy	Francja	Hiszpania	Włochy	Wielka Brytania	CE-3
Żywe zwierzęta	1,0%	1,2%	0,7%	0,2%	1,8%	4,8%	0,0%	1,2%
Mięso	23,6%	22,3%	14,3%	24,1%	30,8%	44,3%	30,5%	21,8%
Nabiał	11,5%	11,5%	9,9%	3,8%	6,2%	18,9%	5,3%	16,4%
Ryby	9,4%	12,1%	20,1%	15,4%	1,0%	5,5%	5,6%	3,3%
Zboże i produkty zbożowe	11,6%	12,8%	16,1%	8,4%	25,9%	4,5%	8,2%	11,3%
Owoce i warzywa	16,6%	17,6%	19,7%	17,9%	6,8%	7,5%	17,9%	11,8%
Produkty cukrowe	3,7%	3,3%	4,0%	1,3%	0,7%	1,1%	1,9%	4,4%
Kawa, herbata, kakao, przyprawy	9,9%	7,4%	6,8%	12,3%	5,6%	7,1%	20,7%	13,5%
Pasza dla zwierząt	4,4%	4,4%	3,6%	3,4%	10,4%	1,1%	1,8%	4,5%
Pozostałe	8,2%	7,3%	4,8%	13,2%	10,8%	5,1%	8,2%	11,7%

Źródło: Eurostat

Francja jest odbiorcą 4,4% żywności eksportowanej z Polski. Największą część eksportowanej tam żywności stanowi mięso (24,1%). Do innych ważnych kategorii można zaliczyć owoce i warzywa (17,9%) oraz ryby (15,4%). W ubiegłym roku bardzo dynamicznie wzrósł eksport produktów cukrowych na rynek francuski (o 61,0% r/r). Duże wzrosty odnotowano też w dziale zbóż i produktów zbożowych (41,9% r/r), zbiorczej kategorii kawy, herbaty, kakao i przypraw (31,9% r/r) oraz mięsa (15,3%). Przewidujemy, że za sprawą stopniowego wzrostu zatrudnienia w sektorze publicznym (tworzenie subsydiowanych miejsc pracy) i zwiększenia zatrudnienia w sektorze prywatnym w 2015 r. (efekt obniżki kosztów zatrudnienia) nastąpi stopniowe przyspieszenie konsumpcji. Czynnikiem ograniczającym wzrost spożycia prywatnego będzie bezrobocie pozostające na podwyższonym poziomie.

Pozostałe państwa strefy euro (z wyłączeniem Niemiec oraz Francji) odpowiadają za odbiór 20,4% polskiego eksportu żywności. Najważniejszą kategorię eksportu stanowi mięso, którego udział w wartości eksportu na te rynki wynosi 30,8%. Wysokie są też udziały owoców i warzyw (15,3%) i nabiału (15,0%). W 2013 r. odnotowano bardzo duży wzrost wartości eksportu w kategorii kawa, herbata, kakao i przyprawy (44,2% r/r) oraz nabiału (16,8%). Perspektywy wzrostu gospodarczego w pozostałych krajach strefy euro kształtują się optymistycznie. Zgodnie z sierpniowymi danymi o PMI, kraje te rozwijały się łącznie w najszybszym tempie od sierpnia 2007 r. Oczekujemy, że tendencja nasilenia ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie wspierana przez uruchomienie programu TLTRO.

Do Wielkiej Brytanii trafia 8,5% żywności eksportowanej z Polski. Najwięcej eksportujemy tam mięsa (30,5%), kawy, herbaty, kakao i przypraw (20,7%) oraz owoców i warzyw (17,9%). W 2013 r. odnotowano znaczący wzrost eksportu nabiału (27,3% r/r), owoców i warzyw (12,8%) i mięsa (12,7%). Oczekujemy, że dzięki lepszej sytuacji na rynku pracy oraz poprawie nastrojów konsumenckich nastąpi przyspieszenie konsumpcji. Oczekujemy, że pod koniec br. nastąpi dalsze przyspieszenie wynagrodzeń wspierające zwiększenie konsumpcji.

Czechy, Węgry i Rumunia są łącznie celem 10,2% eksportu żywności z Polski. 21,8% z tej wielkości stanowi eksport mięsa, 16,4% nabiał, a 13,5% to kawa, herbata, kakao i przyprawy. W 2013 r. nastąpił istotny wzrost eksportu owoców i warzyw (o 20,1% r/r), mięsa (12,7% r/r) i żywych zwierząt (10,8% r/r). Przewidujemy, że w tych trzech krajach ożywienie gospodarcze będzie kontynuowane w II poł br. dzięki rosnącemu popytowi krajowemu. Jednocześnie konsumpcja prywatna będzie wspierana przez bardzo niską inflację (co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu realnego dochodu gospodarstw domowych) oraz stopniową poprawę na rynku pracy.

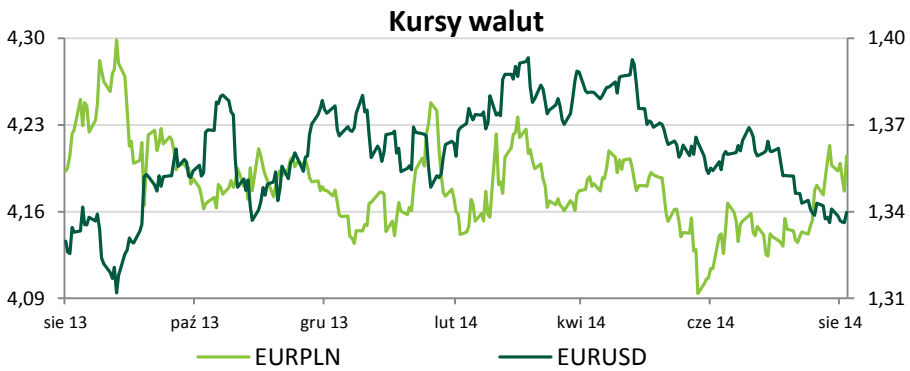
Prognoza:	PKB (%, r/r)			Konsumpcja (%, r/r)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Strefa euro	-0,4	1,0	1,5	-0,6	0,7	1,1
Niemcy	0,5	2,0	1,9	0,9	1,2	1,4
Francja	0,4	0,7	1,4	0,3	0,1	1,3
Włochy	-1,9	-0,1	0,8	-2,6	-0,3	0,4
Hiszpania	-1,2	1,2	1,5	-2,1	1,6	0,8
Wielka Brytania	1,7	3,1	2,3	2,2	2,8	2,4
CE-3	1,1	2,8	3,1	0,6	1,4	2,2

Źródło: Crédit Agricole Corporate and Investment Bank

W związku z oczekiwanym przez nas wzrostem aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach – w tym zwiększeniem konsumpcji – w krajach będącymi głównymi odbiorcami polskiej żywności uważamy, że popyt zagraniczny zgłaszany na polskie artykuły żywnościowe również ulegnie zwiększeniu. Taki trend przyspieszenia był już widoczny od początku br. Zgodnie z najnowszymi danymi Eurostatu, w I kw. br. eksport żywności do Niemiec wzrósł o 10,5% r/r wobec spadku o 1,6% w IV kw. ub. r., we Francji do 14,4% z 5,8%, w pozostałych krajach strefy euro do 8,1% z -9,9%, w Wielkiej Brytanii do 10,0% z 3,4%, a w Czechach, Węgrzech i Rumunii łącznie o 3,3% wobec spadku o 2,1% w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że trend przyspieszenia eksportu żywności do państw Unii Europejskiej zostanie utrzymany w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę udział eksportu żywności do tych państw w PKB Polski oraz zakładaną przez nas skalę ożywienia w tych gospodarkach oczekujemy, że zwiększony popyt z ich strony będzie oddziaływał w kierunku wzrostu dynamiki PKB Polski o ok. 0,25 pp. w horyzoncie najbliższych kwartałów. Oznacza to, że spadek wolumenu eksportu żywności na rynek rosyjski spowodowany wprowadzeniem embarga zostanie skompensowany zwiększonym eksportem do Unii Europejskiej. Tym samym wolumen żywności eksportowanej z Polski nie ulegnie zmianie. Jednak utracony popyt ze strony Rosji będzie miał wciąż negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce. Szacujemy, że ze względu na wprowadzenie embarga przez Rosję dynamika PKB Polski w horyzoncie czterech kwartałów ukształtuje się na poziomie o ok. 0,2 pp. niższym niż w przypadku gdyby nie zostało ono wprowadzone (por. MAKROmapa z 11.08.2013).

Oceniając perspektywy eksportu żywności z Polski należy wziąć pod uwagę czynniki ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro. Najważniejsze z nich to m.in. ewentualne zaostrzenie sankcji nałożonych przez Rosję na kraje UE i załamanie wzrostu gospodarczego w południowych krajach unii monetarnej. Ryzyko wolniejszego wzrostu PKB w III kw. sygnalizuje sierpniowy odczyt wskaźnika ZEW (patrz powyżej). Materializacja powyższych czynników ryzyka oznaczałaby konieczność rewizji prognoz wzrostu gospodarczego w strefie euro i wiązałaby się jednocześnie z niższym eksportem żywności na te rynki. Jednak ze względu na niedostępność wskaźników o dużej mocy predykcyjnej (publikacja sierpniowych wskaźników PMI zaplanowana jest na 21 sierpnia) trudno obecnie uznać, że ryzyko w dół dla przedstawionego powyżej scenariusza makroekonomicznego w krajach UE jest znaczące.

Dane o krajowej produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego

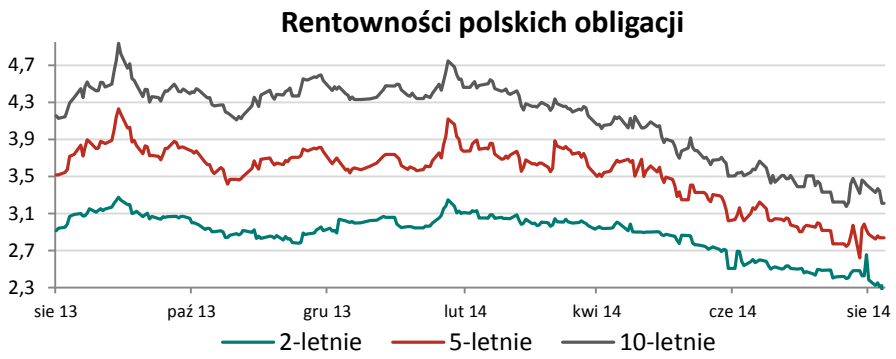


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2047 (osłabienie złotego o 0,2%). Początek tygodnia nie przyniósł istotnych zmian na rynku – kurs EURPLN kształtował się w przedziale 4,19-4,21. W środę i czwartek złoty znalazł się w trendzie aprecjacyjnym, którego nie zdołały odwrócić zarówno gołębie wypowiedzi niektórych członków RPP, jak i krajowe dane wskazujące na deflację i spowolnienie wzrostu gospodarczego. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego były informacje dotyczące spokojnego przejazdu konwoju humanitarnego z Rosji na Ukrainę. W piątek, gdy ukraińska artyleria zniszczyła część rosyjskiej kolumny pojazdów opancerzonych, po

tym jak wjechała ona na terytorium Ukrainy, mieliśmy do czynienia ze znaczącą deprecjacją polskiej waluty (osłabienie złotego o ok. 0,7%).

W tym tygodniu rozwój sytuacji na Ukrainie pozostanie głównym czynnikiem kształtującym zmienność kursu EURPLN. Oczekujemy lekkiego umocnienia złotego w pierwszej połowie tygodnia po tym, jak w weekend doszło do spotkania ministrów spraw zagranicznych Ukrainy, Niemiec, Francji i Rosji. Jego celem było rozważenie sposobów doprowadzenia do zawieszenia broni we wschodniej Ukrainie. W środę poznamy dane o krajowej produkcji przemysłowej. W przypadku ukształtowania się odczytu produkcji poniżej konsensusu rynkowego (2,2%), oczekiwania rynku na obniżkę stóp procentowych przez RPP mogą się nasilić, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia złotego. W naszej ocenie dane o wstępnych wskaźnikach PMI – sygnalizujące pogorszenie koniunktury w strefie euro – będą lekko pozytywne dla złotego. Ponadto oczekujemy podwyższonej zmienności kursu EURPLN podczas sympozjum w Jackson Hole.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro mogą umocnić polski dług



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 2,32 (spadek o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,837 (spadek o 4pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,209 (spadek o 18pb). W ciągu ostatnich kilku dni rentowności obligacji lekko obniżały się, wspierane przez spadek napięcia geopolitycznego związanego z kryzysem na Ukrainie. W środę, po publikacji krajowych danych potwierdzających wystąpienie deflacji w lipcu mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności obligacji o krótkim terminie zapadalności. W drugiej połowie tygodnia ceny obligacji na długim końcu krzywej rosły, wspierane przez słabe odczyty PKB z krajów członkowskich strefy euro.

W tym tygodniu oczekujemy lekkiego umocnienia polskiego długu, po tym jak wstępne wskaźniki PMI zasygnalizują spadek aktywności gospodarczej w strefie euro. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w tym kierunku może być odczyt krajowej produkcji przemysłowej, który wskaże na rosnące prawdopodobieństwo łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP. Jeśli publikacja *Minutes* z posiedzenia FOMC lub wystąpienia członków FED podczas sympozjum w Jackson Hole dostarczą nowych informacji nt. perspektyw polityki pieniężnej w USA, możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na polskim rynku długu. Ponadto oczekujemy, że rozwój wydarzeń na Ukrainie i w Rosji pozostanie w tym tygodniu wciąż istotnym czynnikiem kształtującym ceny polskich obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	sie 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,50
Kurs EURPLN*	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	**4,20**
Kurs USDPLN*	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	**3,14**
Kurs CHFPLN*	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	**3,44**
Inflacja CPI (r/r, %)	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,7	**2,3**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,7	**-1,8**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	**0,8**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	**3,5**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	**0,8**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	**11,8**	
Saldo ROB (mln EUR)	-566	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	124	-391		
Eksport (r/r, %, EUR)	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,5	5,8	10,9	6,7	11,5	7,3		
Import (r/r, %, EUR)	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	7,3	3,1	6,2	11,6	9,6		

* 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***		-1,0	**-0,9**	**-0,3**	**-0,5**	**-0,7**	**-1,3**	**-1,6**	**-1,8**	-1,3	**-0,5**	**-1,8**
Stopa bezrobocia (%)**		13,5	12,0	**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	3,5	**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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Wtorek 19.08.2014r.				
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Czerwiec	19,5		19,3
14:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)**	**Lipiec**	**3,5**	**3,5**	**3,7**
14:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)**	**Lipiec**	**0,7**	**0,8**	**0,8**
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Lipiec	893	929	970
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Lipiec	973	994	1000
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Lipiec	0,3	0,1	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Lipiec	0,1	0,2	0,2
		Środa 20.08.2014r.				
14:00	**Polska**	**Inflacja PPI (%r/r)**	**Lipiec**	**-1,7**	**-1,8**	**-1,8**
14:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (%r/r)**	**Lipiec**	**1,7**	**2,3**	**2,2**
20:00	USA	*Minutes* z posiedzenia FOMC	Sierpień			
		Czwartek 21.08.2014r.				
3:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwówstwa (pkt.)	Sierpień	51,7	51,4	
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Sierpień	52,4	51,7	51,7
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Sierpień	54,2	53,8	53,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Sierpień	51,8	51,3	51,3
14:00	**Polska**	***Minutes* z posiedzenia RPP**	**Sierpień**			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	311		300
16:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Sierpień	23,9	20,0	20,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Lipiec	5,0	2,0	5,0
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	-8,4		-9,0

* 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
	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.