

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek aktualizacja oceny wiarygodności kredytowej Polski przez agencję Fitch.** W styczniu br. agencja utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Fitch wskazał, że w kierunku pogorszenia wiarygodności kredytowej Polski oddziaływałyby: zmniejszenie tempa wzrostu gospodarczego, osłabienie wiarygodności polskiej polityki gospodarczej lub pogorszenie sytuacji w finansach publicznych. Naszym zdaniem od stycznia nie nastąpiło znaczące pogorszenie sytuacji w ramach każdego z trzech kryteriów oceny. W komunikacie z maja br. agencja zaznaczyła również, że ważnym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji o ratingu Polski będzie utrzymywanie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB poniżej 3%. Przedstawiona w Wieloletnim Planie Finansowym na lata 2016-2019 ścieżka deficytu w relacji do PKB została podwyższona w porównaniu do analogicznej publikacji z 2015 r. (z 1,8% do w 2,9% w 2017 r. i z 1,2% do 2,0% w 2018 r.). Niemniej jednak deklarowana przez rząd determinacja do utrzymania deficytu sektora poniżej progu 3% PKB w najbliższych latach jest wysoka. W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy zatem utrzymania przez agencję Fitch niezmienionego ratingu Polski oraz jego perspektywy podczas piątkowej oceny. Dopuszczamy również scenariusz alternatywny, w którym perspektywa ratingu zostanie obniżona do negatywnej. Głównym argumentem za taką decyzją byłoby planowane przez rząd obniżenie wieku emerytalnego oraz podwyższenie kwoty wolnej od podatku. Fitch wymienił bowiem te ewentualne zmiany jako główne czynniki mogące mieć negatywny wpływ na sytuację w finansach publicznych. Dodatkowym czynnikiem ryzyka w dół dla perspektywy ratingu Polski jest Brexit. Decyzja agencji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego oraz cen polskiego długu w tym tygodniu (zostanie ona ogłoszona najprawdopodobniej po zamknięciu europejskich rynków).
- **W tym tygodniu zostaną opublikowane dane o aktywności gospodarczej w Chinach.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w II kw. zmniejszyło się do 6,5% r/r wobec 6,7% w I kw. Ponadto pozostałe dane miesięczne (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich oraz bilans handlowy) wskażą w sumie na spowolnienie wzrostu aktywności gospodarczej w czerwcu w porównaniu do maja. Nasze prognozy dotyczące odczytów z Chin (w tym dynamiki PKB) są niższe od oczekiwań rynkowych. W efekcie publikacja danych może przyczynić się do wzrostu globalnej awersji do ryzyka i lekkiego osłabienia złotego.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w czerwcu o 0,4% m/m wobec spadku o 0,4% w maju, co jest spójne z czerwcowym wzrostem zatrudnienia w przetwórstwie. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w maju o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,5% w kwietniu, co wynikało z niższego wzrostu sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Naszym zdaniem wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się do 92,7 pkt. w lipcu z 93,5 pkt. w czerwcu. Oczekujemy, że wpływ odczytów danych z USA na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane o czerwcowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że finalny odczyt może zostać zrewidowany w dół względem wstępnego szacunku (-0,8% r/r) i ukształtować się na poziomie -0,9% r/r (tyle samo co w maju). Naszym zdaniem w kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen paliw oraz wzrost inflacji bazowej. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast niższe tempo wzrostu cen żywności. Oczekujemy, że publikacja czerwcowej danych o inflacji będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w maju.** Oczekujemy zmniejszenia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących do 370 mln EUR wobec 594 mln EUR w kwietniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 4,8% r/r w kwietniu do 2,6% w maju, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 0,4% r/r do 3,4%. Zmniejszenie tempa wzrostu eksportu

było spójne z odnotowanym spowolnieniem produkcji przemysłowej w maju. Z kolei przyspieszenie importu było skutkiem oddziaływania efektu niskiej bazy sprzed roku. Materializacja naszej prognozy zakładającej zbliżone do konsensusu saldo obrotów na rachunku bieżącym będzie miała ograniczony wpływ na rynki.

W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w czerwcu o 287 tys. wobec wzrostu o 11 tys. w maju (rewizja w dół z 38 tys.), co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (180 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+59,0 tys.), rekreacji i kulturze (+59,0 tys.) oraz w usługach informacyjnych (+44,0 tys., ustąpienie efektu strajku w firmie Verizon). Z kolei zatrudnienie spadło najsilniej w usługach transportowych i magazynowaniu (-9,4 tys.) oraz górnictwie i wydobywaniu (-5,0 tys.). Stopa bezrobocia w czerwcu zwiększyła się do 4,9% wobec 4,7% w maju, kształtując się nieznacznie powyżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,8% - por. MAKROmapa z 20.06.2016). Jej wzrost wynikał z powrotu osób biernych zawodowo na rynek pracy. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego wzrosła do 2,6% w czerwcu wobec 2,5% w maju. Ubiegłotygodniowe, dane z amerykańskiego rynku pracy stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 2,3% wobec 1,1% w I kw.
- **W środę zostały opublikowane Minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC.** Większość członków zaznaczyło, że potencjalny wynik referendum w Wielkiej Brytanii wskazujący na Brexit (posiedzenie miało miejsce przed referendum) przyczyniłby się do podwyższonej zmienności na rynkach finansowych i mógłby mieć negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w USA. W tym kontekście treść *Minutes* stanowi wsparcie dla naszego zrewidowanego scenariusza polityki monetarnej w USA. Zakładamy w nim tylko jedną podwyżkę docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej w br. – o 25 pb w grudniu, do poziomu [0,50%; 0,75%]. Opublikowane w piątek czerwcowe dane o zatrudnieniu w USA są spójne z tą prognozą.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka handlu zagranicznego zmniejszyła się w maju do 22,8 mld EUR wobec 24,2 mld EUR w kwietniu. Jednocześnie dynamika eksportu spadła w maju do -1,8% m/m wobec +0,1% w kwietniu, podczas gdy miesięczne tempo wzrostu importu zwiększyło się do 0,1% w maju wobec -0,3% w kwietniu. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zamówień w przemyśle, które były stabilne w maju wobec spadku o 1,9% w kwietniu. Spadek odnotowała miesięczna dynamika produkcji przemysłowej, która wyniosła w maju -1,3% wobec 0,5% w kwietniu. Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB w II kw. zmniejszy się do 0,2% kw/kw wobec 0,7% w I kw. br.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami RPP nie zmieniła poziomu stóp procentowych (por. MAKROpuls z 6.07.2016). Tonacja komunikatu po lipcowym posiedzeniu Rady nie uległa zasadniczym zmianom w porównaniu z komunikatem czerwcowym. RPP podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Przewidywana w lipcowej projekcji ścieżka inflacji i PKB w latach 2016-2017 została zrewidowana w dół wobec scenariusza przedstawionego w projekcji marcowej. Zgodnie z projekcją w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się na poziomie znacząco niższym od celu inflacyjnego RPP (2,5%) i nie osiągnie tego celu przed 2019 r. Prezes NBP, A. Głapiński wskazał, że wszyscy członkowie RPP oczekują w 2016 r. wyższej dynamiki PKB niż przedstawiono w lipcowej projekcji inflacji. Sytuacja, w której wszyscy członkowie RPP dostrzegają ryzyko w górę

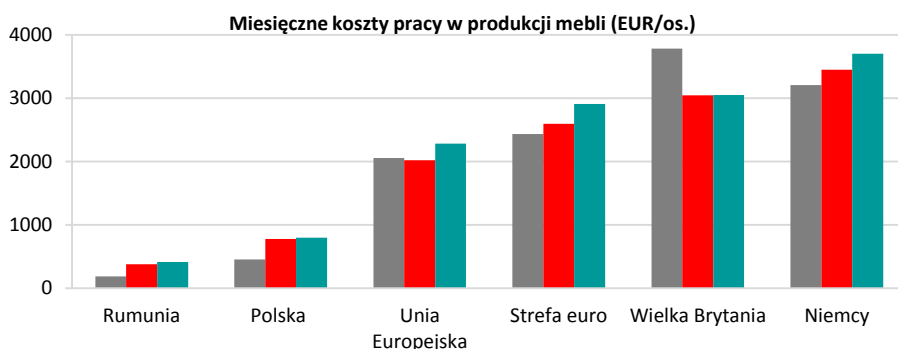
dla wyników projekcji, jest bez precedensu. Rada odnotowała również niepewność dotyczącą skutków referendum w Wielkiej Brytanii jako czynnik zwiększający ryzyko pogorszenia globalnej koniunktury. Treść komunikatu i wypowiedzi prezesa NBO na konferencji po posiedzeniu stanowią wsparcie dla naszego scenariusza stóp procentowych NBP. Uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do lipca 2017 r. W naszej ocenie, ze względu na rosnącą inflację i wysokie prawdopodobieństwo jej powrotu do celu w horyzoncie kilku kwartałów, Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w lipcu 2017 r. i podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2017 r.

✓ **Wicepremier M. Morawiecki przedstawił projekt przebudowy systemu emerytalnego w Polsce (Program Budowy Kapitału – PBK).** Projekt przewiduje utworzenie dobrowolnych pracowniczych programów kapitałowych (PPK, III filar systemu). Składki płacone przez pracowników (2% wynagrodzenia) i przedsiębiorstwa (1,5% plus 0,5% poprzez obniżenie składki do Funduszu Pracy) będą odprowadzane do funduszy inwestycyjnych o różnorodnych strategiach inwestycyjnych, działających w ramach Polskiego Funduszu Rozwoju. Fundusz ten ma zarządzać funduszami inwestycyjnymi w pierwszych dwóch latach. Projekt przewiduje również likwidację otwartych funduszy emerytalnych i przeniesienie ich aktywów do Funduszu Rezerwy Demograficznej (akcje zagraniczne, obligacje i gotówka stanowiące 25% całości aktywów, wartość obecnie ok. 35 mld zł) i Otwartych Funduszy Inwestycyjnych Polskich Akcji w ramach IKE (ok. 103 mld zł), a więc do III dobrowolnego i prywatnego filaru kapitałowego. Pełne wdrożenie programu ma nastąpić w latach 2018-2019. Naszym zdaniem likwidacja OFE będzie miała istotny wpływ na średnioterminowe perspektywy finansów publicznych. Po pierwsze, przekierowanie składki z OFE do ZUS przyniesie poprawę salda sektora finansów publicznych o ok. 3 mld zł rocznie. Po drugie, rząd będzie mógł korzystać ze środków zgromadzonych w Funduszu Rezerwy Demograficznej (ponad 50 mld zł po wdrożeniu PBK) jako dodatkowego źródła dochodów. Choć środki te służą zabezpieczeniu wypłat emerytur z I filara (ZUS), doświadczenia z lat 2010-2013 wskazują, że scenariusz uszczuplania FRD w celu sfinansowania bieżących wydatków budżetowych jest dość prawdopodobny. Oczekujemy, że pierwsze takie uszczuplenie nastąpi nie wcześniej niż w 2019 r. i nie przekroczy 3 mld zł rocznie. Ponadto, rząd najprawdopodobniej zdecyduje się na utrzymanie obecnych stawek VAT w 2017 r. i w latach kolejnych. Zgodnie z szacunkami rządu taka decyzja umożliwi obniżenie deficytu sektora finansów publicznych w porównaniu do ścieżki przewidywanej w Wieloletnim Planie Finansowym (która uwzględnia obniżkę VAT w 2017 r.) o 7,2 mld zł. W sumie zatem nieobniżanie VAT w połączeniu ze wpływem PBK na sektor finansów publicznych generuje dodatkowe dochody na poziomie ok. 13 mld zł. Naszym zdaniem dochody te najprawdopodobniej nie zostaną przeznaczone na obniżenie deficytu sektora i w znacznym stopniu posłużą sfinansowaniu kosztów obniżenia wieku emerytalnego w wariantcie 65/60 z dodatkowymi ograniczeniami, np. w postaci wymaganego stażu pracy (Ministerstwo Finansów szacuje koszty wariantu 65/60 bez ograniczeń na 8,6 mld zł w pierwszym roku po zmianie, a w kolejnych latach szybko narastają). W konsekwencji, uważamy, że obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest obniżenie wieku emerytalnego w 2018 r. Ze względu na relatywnie długi okres legislacyjny dotyczący tego projektu, negatywnego wpływu tej decyzji na długoterminowy rating Polski, rynek długu i kurs złotego można oczekiwać najwcześniej w I poł. 2017 r. Skala tego wpływu będzie zależała od tego, jaki silne będzie negatywne oddziaływanie wybranego wariantu na saldo finansów publicznych w średnim terminie.

Dobre perspektywy dla branży meblarskiej

Produkcja mebli jest tą branżą przetwórstwa, która w II kw. br. charakteryzowała się największym stopniem wykorzystania mocy produkcyjnych (87,1% wobec 78,3% w całym przetwórstwie). Pomimo swojego małego udziału w całkowitej produkcji sektora przetwórczego (3,4% w 2015 r.) branża meblarska jest jedną z najbardziej dynamicznie rozwijających się działów polskiego przemysłu. Poniżej przedstawiamy jej charakterystykę oraz perspektywy eksportu mebli w latach 2016-2017.

W 2015 r. udział przychodów z eksportu w całości przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w firmach zajmujących się produkcją mebli wyniósł w 65,0%. Tylko dwie branże przetwórstwa charakteryzowały się wyższym odsetkiem sprzedaży skierowanej za granicę – branża motoryzacyjna (76,4%) oraz produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (70,4%). W latach 2013-2015 dynamika polskiego eksportu mebli kształtowała się na wyższym poziomie niż dynamika polskiego eksportu ogółem, co znalazło odzwierciedlenie w zwiększeniu udziału eksportu mebli w całkowitym polskim eksporcie w tym okresie. Polska znajduje się na piątym miejscu pod względem udziału wartości eksportu mebli w PKB (2,3%) wśród krajów UE. Co więcej, Polska jest czwartym największym (po Chinach, Niemczech i Włoszech) eksporterem mebli na świecie z 4,9% udziałem w światowym eksporcie mebli. Udział eksportu mebli w PKB w Polsce jest relatywnie wysoki w porównaniu ze stopniem otwartości gospodarki, co świadczy o przewagach konkurencyjnych polskiego eksportu mebli wśród krajów UE.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

■ 2004 ■ 2008 ■ 2012

Jedną z najważniejszych przewag konkurencyjnych polskiego sektora meblarskiego są niskie koszty pracy. Mimo że miesięczne koszty pracy w produkcji mebli w przeliczeniu na osobę (wyrażone w euro) wzrosły w Polsce w latach 2004-2012 o 75%, podczas gdy w UE zwiększyły się one o 11%, w 2012 r. kształtowały się one na poziomie niemal trzykrotnie

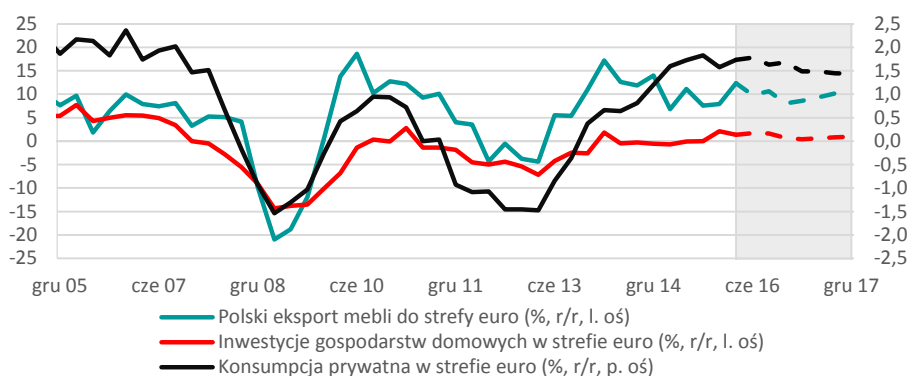
niższym od średniej unijnej. Po wejściu Polski do UE obserwowano stopniowy spadek jednostkowych kosztów pracy (wyrażonych w złotych) w polskim sektorze meblarskim do 2008 r., a od 2009 r. ich stabilizację. Oznacza to, że od 2009 r. realne płace rosły w podobnym tempie jak wydajność pracy.

Jednocześnie wydajność pracy w polskiej branży meblarskiej zwiększyła się o 3,6% w latach 2004-2015 podczas gdy przeciętnie w Unii Europejskiej spadła ona o 0,4%. Główną przyczyną rosnącej wydajności jest postępująca konsolidacja w polskiej branży meblarskiej. Czynnikiem hamującym wzrost wydajności pozostaje natomiast niski poziom innowacyjności. Odsetek przedsiębiorstw produkujących meble, które wprowadzają innowacje obniżył się do 14,0% w latach 2012-2014 wobec 18,4% w latach 2009-2011. Ze względu na obserwowany w ostatnich latach spadek odsetka przedsiębiorstw wprowadzających innowacje, polska branża meblarska pozostaje wciąż mało innowacyjna na tle innych branż przetwórstwa przemysłowego.

Niskie koszty pracy w branży meblarskiej sprzyjają zdobywaniu nowych rynków zbytu. W 2004 r. Polska eksportowała meble do 133 krajów, podczas gdy w 2015 r. liczba ta wzrosła do 161 (82% wszystkich krajów świata). Największy udział w polskim eksporcie mebli stanowią akcesoria meblowe (półprodukty, części; 27,5%), meble tapicerowane (25,1%), pozostałe wyroby meblarskie (10,2%; m.in. artykuły pościelowe i podobne artykuły wyposażeniowe) oraz pozostałe wyroby drewniane (meble do

wykorzystania poza salonem, kuchnią, sypialnią i biurem; 9,2%). Obecnie kraje strefy euro odpowiadają za odbiór ok. 62% eksportu polskich mebli, z kolei kraje UE za 84%. Największymi importerami polskich mebli są Niemcy (37% polskiego eksportu mebli), Wielka Brytania (8%) oraz Francja (6%).

Biorąc po uwagę, że strefa euro jest największym odbiorcą polskich mebli, przygotowaliśmy prognozę kształtowania się realnego eksportu mebli do obszaru wspólnej waluty w latach 2016-2017. Nasza prognoza została przygotowana z użyciem modelu ekonometrycznego, w którym dynamika eksportu mebli została objaśniona tempem wzrostu konsumpcji i inwestycji gospodarstw domowych w strefie euro (czynniki popytowe) oraz dynamiką realnego kursu złotego względem euro (zmienna reprezentująca konkurencyjność cenową). Nasz model bardzo dobrze objaśnia historyczną zmienność realnego eksportu mebli do strefy euro (współczynnik determinacji $R^2=82\%$).



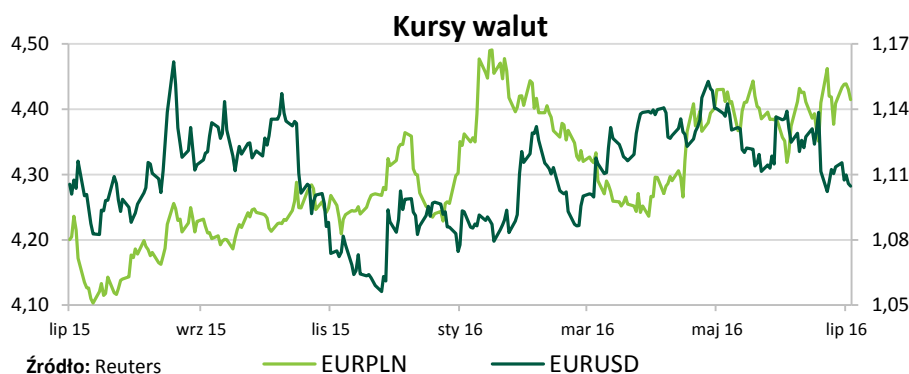
Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Prognozujemy, że realna dynamika polskiego eksportu mebli do strefy euro zwiększy się do 10,2% średniorocznie w 2016 r. wobec 8,4% w 2015 r. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia realnej dynamiki polskiego eksportu mebli do strefy euro w 2016 r. będzie wzrost inwestycji gospodarstw domowych w strefie euro (1,3%

średniorocznie w 2016 r. wobec wzrostu o 0,3% w 2015 r.) oraz osłabienie realnego kursu złotego względem euro zwiększające konkurencyjność cenową polskiego eksportu (por. tabela kwartalna). Oczekiwana przez nas stabilizacja dynamiki konsumpcji w strefie euro w 2016 r. w porównaniu do 2015 r. (1,7% r/r) będzie miała neutralny wpływ na tempo wzrostu eksportu mebli. W 2017 r. realna dynamika polskiego eksportu mebli do strefy euro obniży się naszym zdaniem do średniorocznie 9,5% r/r, co będzie wynikać ze spowolnienia tempa wzrostu konsumpcji (do 1,5% r/r) i inwestycji gospodarstw domowych (do 0,7%) w strefie euro. Wzrost polskiego eksportu będzie ograniczany również przez oczekiwane przez nas umocnienie złotego względem euro. Ponadto głównym czynnikiem w dół dla naszej prognozy dynamiki eksportu mebli w latach 2016-2017 jest dalszy rozwój wydarzeń związany z Brexit.

Polscy producenci mebli coraz intensywniej rozwijają się na rynkach afrykańskich, azjatyckich i na Bliskim Wschodzie. Celem takiego działania jest zarówno dywersyfikacja kierunków sprzedaży, jak i znalezienie alternatywy po załamaniu się eksportu do Rosji i na Ukrainę. Wśród najszybciej rozwijających się polskich rynków eksportowych spoza Europy w ciągu kilku ostatnich lat na szczególną uwagę zasługują również Stany Zjednoczone, Chiny oraz Kanada. Niemniej jednak, w świetle powyższej analizy uważamy, że w najbliższych latach strefa euro pozostanie głównym odbiorcą polskich mebli, a importerzy spoza Unii Europejskiej nadal będą mieli marginalne znaczenie dla dynamiki eksportu branży meblarskiej.

Publikacja danych z Chin będzie negatywna dla złotego

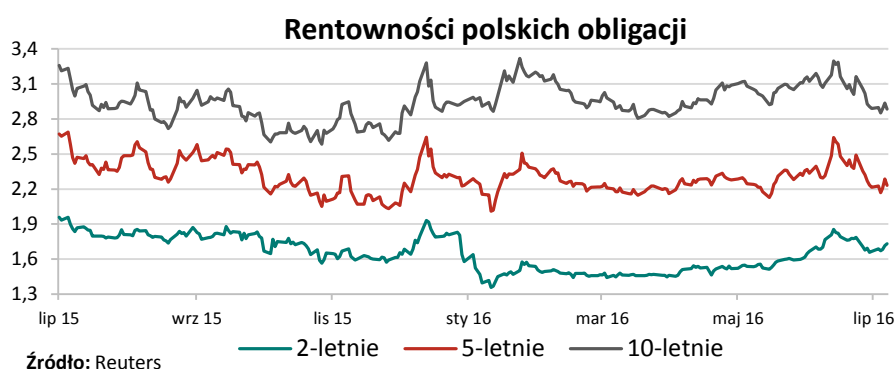


Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4148 (osłabienie złotego o 0,1%). W poniedziałek mieliśmy do czynienia z niską płynnością na rynku walutowym będącą efektem dnia wolnego w USA, co sprzyjało osłabieniu złotego. Deprecjację polskiej waluty wspierało dodatkowo ogłoszenie planów rządu dotyczące zmian w systemie emerytalnym (patrz powyżej). We wtorek osłabienie złotego było kontynuowane. W środę mieliśmy do czynienia z korektą. Do końca tygodnia złoty zyskiwał na wartości, czemu sprzyjało obniżenie globalnej awersji do ryzyka (obrazowanej spadkiem indeksu VIX). Tego trendu nie zatrzymały znacząco lepsze od oczekiwań rynkowych dane z amerykańskiego rynku pracy. Konferencja po posiedzeniu RPP, jak również publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC były neutralne dla kursu polskiej waluty.

W tym tygodniu najważniejsze wydarzenia i publikacje ekonomiczne są zaplanowane na piątek. Tym samym spodziewamy się relatywnej stabilizacji kursu złotego w pierwszej części tygodnia. Dzisiaj, opublikowany zostanie finalny odczyt inflacji, który zgodnie z naszą prognozą zostanie zrewidowany w dół względem wstępnego szacunku. Tym samym jego publikacja może być lekko negatywna dla złotego. Piątkowa decyzja agencji Fitch będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego w tym tygodniu (zostanie ona ogłoszona najprawdopodobniej po zamknięciu europejskich rynków). Publikacje niższych od konsensusu danych z Chin przyczynią się naszym zdaniem do wzrostu globalnej awersji do ryzyka i lekkiego osłabienia złotego. Odczyty z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, indeks Uniwersytetu Michigan), jak również publikacja krajowego bilansu płatniczego nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją kursu złotego.

Decyzja Fitch w centrum uwagi rynków



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,731 (wzrost o 7pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,231 (wzrost o 1pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 2,884 (spadek o 1pb). Od poniedziałku do wtorku rentowności polskich obligacji były relatywnie stabilne na całej długości krzywej. Od środy rentowności polskiego długu zaczęły rosnać w ślad za obligacjami w USA i Niemczech. W środę miała miejsce aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 10- i 12-letnich terminach zapadalności za łącznie 4,4 mld PLN przy popycie równym 7,4 mld PLN. Aukcja nie miała wpływu na krzywą rentowności. Pomimo znacząco wyższego od oczekiwań odczytu zatrudnienia poza rolnictwem w USA ceny długu wzrosły w piątek. Był to efekt dalszego spadku globalnej awersji do ryzyka, który oddziaływał w kierunku zmniejszenia spreadów pomiędzy rentownościami polskich obligacji i obligacji rynków bazowych.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie piątkowa decyzja Fitch dotycząca ratingu Polski. Zostanie ona najprawdopodobniej ogłoszona po zamknięciu rynku a tym samym jej wpływ na rentowności zmaterializuje się dopiero w kolejnym tygodniu. Ze względu na ubogi kalendarz makroekonomiczny w pierwszej części tygodnia, oczekujemy stabilizacji cen długu od poniedziałku do czwartku. Jedynie oczekiwana przez nas dzisiaj rewizja w dół odczytu krajowej inflacji może przyczynić się do spadku rentowności polskich obligacji. Piątkowe dane z Chin i USA będą neutralne dla cen długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,19	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,40
Kurs USDPLN*	3,76	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,96
Kurs CHFPLN*	4,02	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,07
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,5	6,8	6,8
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,7	-1,0	-1,0
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	3,9	3,9
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	4,7	4,7
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9
Stopa bezrobocia rej.* (%)	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,6	8,6
Saldo ROB (mIn EUR)	-963	-1174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	594	370	370	370
Eksport (r/r, % EUR)	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,7	-0,1	4,8	2,6	2,6	2,6
Import (r/r, % EUR)	10,3	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,3	7,3	1,7	0,4	3,4	3,4	3,4

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2016				2017				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,0	3,1	3,7	3,4	3,9	3,5	3,4	3,7	3,6	3,3	3,6	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	4,2	5,1	4,3	4,5	3,4	2,8	2,5	3,1	4,2	3,3	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	2,0	4,1	4,3	4,9	5,9	5,9	6,2	5,8	2,8	5,9	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,9	8,4	9,6	8,0	8,2	6,3	6,5	6,7	6,8	8,3	6,9	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,3	10,6	11,2	6,9	9,2	7,4	6,9	7,1	6,3	9,5	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	2,5	3,1	2,1	2,9	2,0	1,7	1,2	1,8	2,4	1,9
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,4	0,8	1,2	0,7	1,1	1,0	1,7	1,1	0,6	1,2
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,8	-0,6	0,7	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,3	-0,4	-0,2
Saldo obrotów bieżących***	-0,4	-1,0	-1,3	-1,4	-1,8	-2,2	-2,1	-2,0	-0,2	-1,4	-2,0	
Stopa bezrobocia (%)**	10,0	8,6	8,1	8,3	9,0	8,0	7,8	8,3	9,8	8,3	8,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,2	2,1	1,6	1,2	0,7	0,3	0,1	0,0	1,4	1,8	0,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	5,2	5,0	5,2	3,3	4,4	5,1	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-1,0	-0,8	0,1	1,6	1,7	1,5	1,6	-0,9	-0,6	1,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,68	1,68	1,68	1,93	2,10	2,18	1,72	1,68	2,18	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,24	4,38	4,35	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,73	3,94	3,92	3,91	3,91	3,85	3,89	3,81	3,92	3,91	3,81	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 11.07.2016r.							
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	-0,9	-0,9	-0,8	
Wtorek 12.07.2016r.							
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Czerwiec	-0,4	-0,3	-0,2	
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Maj	0,6		0,2	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Maj	1,0		0,4	
Środa 13.07.2016r.							
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Czerwiec	50,0		46,6	
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	1,1	-0,6	-0,7	
Czwartek 14.07.2016r.							
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Lipiec	0,50	0,50	0,50	
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Maj	594	370	442	
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	11,5	11,5	11,5	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	268		265	
Piątek 15.07.2016r.							
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	6,7	6,5	6,6	
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	10,0	9,8	10,0	
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	6,0	5,7	5,9	
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	9,6	9,3	9,4	
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	0,1	0,1	0,1	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	0,5	0,1	0,1	
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	6,0		5,0	
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Czerwiec	0,2	0,2	0,3	
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Czerwiec	0,2	0,1	0,2	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	-0,4	0,4	0,2	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Czerwiec	74,9	75,2	75,0	
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	93,5	92,7	93,5	
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Maj	0,1		0,2	

* 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