

W tym tygodniu

- **W nocy z piątku na sobotę w Turcji doszło do nieudanej próby wojskowego zamachu stanu.** Puczystom przeciwstawiły się lojalne wobec rządu siły bezpieczeństwa i tysiące ludzi, którzy wyszli na ulice. Według źródeł rządowych w starciach zginęło co najmniej kilkaset osób, a ponad tysiąc zostało rannych. Sytuacja została ostatecznie opanowana przez siły rządowe. W całym kraju zatrzymano 6 tysięcy osób, w tym głównie żołnierzy zaangażowanych w próbę obalenia prezydenta Turcji, R. Erdogana. Wydarzenia w Turcji mogą przyczynić się do wzrostu obaw uczestników rynkowych o stabilność sytuacji geopolitycznej w regionie. Tym samym w krótkim okresie będą one oddziaływać w kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka, co będzie miało negatywny wpływ na ceny aktywów rynków wschodzących, w tym złotego i ceny polskiego długu. Turcja jest również ważnym szlakiem dla transportu ropy naftowej. Obawy rynków dotyczące możliwego spadku podaży ropy mogą przyczynić się do wzrostu cen tego surowca. Biorąc pod uwagę, że zamach stanu został opanowany, reakcja inwestorów najprawdopodobniej będzie ograniczona.
- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek publikacja lipcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się do 52,9 pkt. w lipcu wobec 53,1 pkt. w czerwcu. Zmniejszenie wartości wskaźnika nastąpiło przy spowolnieniu tempa wzrostu aktywności gospodarczej w zarówno w Niemczech, jak i we Francji. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia nastrojów był wynik referendum w Wielkiej Brytanii wskazujący na Brexit. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Zgodnie z konsensusem jego wartość spadnie do 9,1 pkt. w lipcu wobec 19,2 pkt. w czerwcu. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Niemniej jednak nasze prognozy obarczone są istotnym ryzykiem w dół ze względu na trudność związaną z precyzyjnym oszacowaniem wpływu Brexit na wyniki badań koniunktury.
- **W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem nie przyniesie ono zmian w polityce pieniężnej w strefie euro. W centrum uwagi rynków będą informacje dotyczące wpływu Brexit na perspektywy polityki pieniężnej EBC. W naszej ocenie M. Draghi zaznaczy, że z precyzyjną oceną skali tego wpływu należy poczekać do wrześniowego posiedzenia EBC, kiedy zaprezentowana zostanie kolejna projekcja makroekonomiczna. Na konferencji prasowej mogą pojawić się również nowe szczegóły dotyczące programu luzowania ilościowego realizowanego przez EBC, szczególnie w kontekście ograniczonego zasobu obligacji możliwych do kupienia w ramach programu. Podczas konferencji po posiedzeniu EBC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że trwałość ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą wysokie odczyty liczby rozpoczętych budów domów (1171 tys. w czerwcu wobec 1164 tys. w maju), pozwoleń na budowę (1141 tys. wobec 1136 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,48 mln wobec 5,53 mln). W czwartek opublikowany zostanie również indeks Philadelphia FED, który naszym zdaniem spadł w lipcu do 3,7 pkt. z 4,7 pkt. w czerwcu. Oczekujemy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **Dzisiaj poznamy czerwcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że tempo wzrostu zatrudnienia zwiększyło się w czerwcu do 2,9% r/r wobec 2,8% w maju. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrosła w czerwcu do 4,7% r/r wobec 4,1% w maju (efekt niskiej bazy). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw potwierdzi silne ożywienie na rynku pracy. Dane




te będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rynku długu.

- **We wtorek opublikowane zostaną krajowe dane o czerwcowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji wzrosła do 6,8% w czerwcu wobec 3,5% w maju, ze względu na oddziaływanie efektu korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza tempa wzrostu produkcji obarczona jest ryzykiem w górę związanym z wyraźnym przyspieszeniem produkcji w branży motoryzacyjnej w czerwcu, sygnalizowanym przez dane Instytutu Samar. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyło się naszym zdaniem do 3,9% r/r wobec 2,2% (efekt zwiększonych wydatków ze środków otrzymanych w ramach programu Rodzina 500+). Uważamy, że materializacja naszych prognoz dynamik produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, które są wyższe od oczekiwań rynkowych, będzie lekko pozytywna dla złotego i negatywna dla cen krajowego długu.

W zeszłym tygodniu

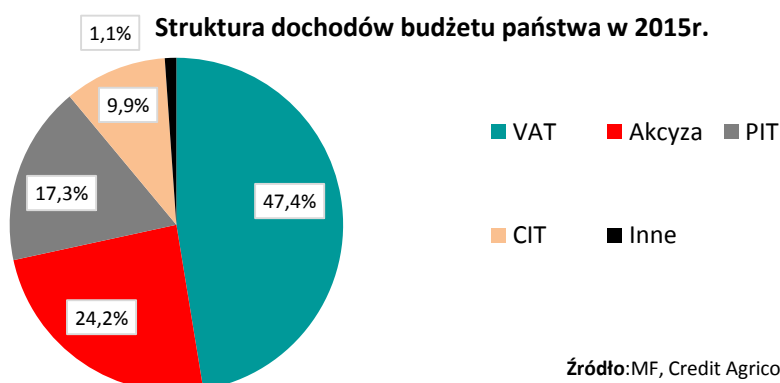
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała w ubiegłym tygodniu długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** Rynek oczekiwał utrzymania ratingu na poziomie A- i obniżenia jego perspektywy ze stabilnej do negatywnej. W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, dług publiczny na poziomie podobnym do krajów o takim samym ratingu, a także zmniejszający się dług zagraniczny. Jednocześnie Fitch w swoim komunikacie zwrócił uwagę na niższą przewidywalność polityki gospodarczej w Polsce od października 2015 r. Agencja zaznaczyła, że część najbardziej kontrowersyjnych obietnic wyborczych PiS, takich jak przewalutowanie kredytów walutowych, nie została dotychczas spełniona. W komunikacie zwrócono również uwagę, że wybór nowych członków RPP przez PiS jak do tej pory nie wpłynął na nastawienie w polityce monetarnej. Co więcej, obecny rząd jak dotąd nie przekracza unijnego kryterium deficytu budżetowego (próg 3% PKB). Agencja przewiduje utrzymywanie się deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB przeciętnie na poziomie 2,9% w latach 2016-2018 (lokalne maksimum równe 3,0% w 2017 r.) oraz stopniowy wzrost długu publicznego, który lokalne maksimum osiągnie w 2018 r. (53,2%), a w średnim okresie ukształtuje się na poziomie ok. 53,0%. Stabilna perspektywa ratingu oznacza, że ryzyka w górę i w dół dla oceny wiarygodności kredytowej Polski są zbilansowane. W ocenie Fitch potencjalnie negatywne dla ratingu będą brak stabilizacji deficytu budżetowego w średnim okresie, wprowadzenie ustawy frankowej w kształcie zagrażającym stabilności finansowej, a także zmiany w polityce gospodarczej lub silniejszy od oczekiwań wpływ Brexit, które zagroziłyby stabilności makroekonomicznej i perspektywom wzrostu gospodarczego. Z kolei do podniesienia ratingu mogłoby dojść w przypadku utrzymania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego wspierającego konwergencję do krajów o ratingu A, a także obniżenie zadłużenia zagranicznego. Łagodniejsza od oczekiwań rynku decyzja Fitch jest w naszej ocenie lekko pozytywna dla złotego i cen polskiego długu.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w czerwcu o 0,6% m/m wobec spadku o 0,3% w maju, co było efektem jej wyższej dynamiki w przetwórstwie oraz dostarczaniu mediów. W przeciwnym kierunku oddziaływało niższe tempo wzrostu produkcji w górnictwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych w przemyśle zwiększyło się w czerwcu do 75,4% wobec 74,9%. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży detalicznej, której dynamika zwiększyła się w czerwcu do 0,6% m/m wobec 0,2% w maju. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w czerwcu o 0,7% m/m wobec wzrostu o 0,4% w maju. Wyższa dynamika sprzedaży detalicznej wynikała z jej wyższego tempa wzrostu w większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu opublikowano również wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State zmniejszył się w lipcu do 0,6 pkt.

wobec 6,0 pkt. sygnalizując osłabienie wzrostu aktywności w amerykańskim przetwórstwie. Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w lipcu do 89,5 pkt. wobec 93,5 pkt. w czerwcu. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Na szczególną uwagę zasługuje obniżenie składowej dla oczekiwań (77,1 pkt. w lipcu wobec 82,4 pkt. w czerwcu) do najniższego poziomu od września 2014 r., co najprawdopodobniej spowodowane było obawami konsumentów o wpływ Brexit na sytuację gospodarczą w USA. Ubiegłotygodniowe dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększył się w II kw. do 2,3% wobec 1,1% w I kw.

-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z Chin.** Tempo wzrostu gospodarczego w II kw. w ujęciu kwartalnym zwiększyło się do 1,8% wobec 1,6% w I kw. W ujęciu rocznym nie zmieniło się ono w stosunku do I kw. i wyniosło 6,7%. W kierunku wyższej dynamiki wzrostu gospodarczego oddziaływała poprawa sytuacji na rynku nieruchomości, podczas gdy przeciwny efekt miało spowolnienie w przetwórstwie. Na wzrost aktywności w chińskiej gospodarce wskazały lepsze od oczekiwań rynkowych miesięczne dane za czerwiec dotyczące produkcji przemysłowej (6,2% r/r w czerwcu wobec 6,0% w maju), sprzedaży detalicznej (10,6% wobec 10,0%) oraz nowych kredytów (1380 mld CNY wobec 985,5 mld CNY). Spadek odnotowano w przypadku rocznej dynamiki inwestycji w aglomeracjach miejskich (9,0% wobec 9,6%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. bilansu handlowego w Chinach. Nadwyżka w handlu zagranicznym zmniejszyła się w czerwcu do 48,1 mld USD wobec 50,0 mld USD w maju. Jej spadek miał miejsce przy jednoczesnym obniżeniu dynamiki eksportu (-4,8% r/r w czerwcu wobec -4,1% w maju) oraz importu (-8,4% wobec -0,4%). Ubiegłotygodniowe dane z chińskiej gospodarki wskazują, że polityka stymulacji wzrostu gospodarczego stosowana przez chiński rząd jest skuteczna i tym samym stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach wzrośnie w 2016 r. o 6,5% wobec 6,9% w 2015 r. Tym samym uważamy, że ustalony przez chiński rząd cel dla rocznego tempa wzrostu chińskiego PKB w 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%” zostanie osiągnięty.
-  **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w czerwcu do -0,8% r/r wobec -0,9% w maju.** Do zwiększenia inflacji CPI przyczynił się wzrost dynamiki wszystkich jej składowych. Inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii zwiększyła się w czerwcu do -0,2% r/r wobec -0,4% w maju. Główną przyczyną zwiększenia inflacji bazowej w czerwcu był efekt niskiej ubiegłorocznej bazy, związany z odnotowanym w tym okresie obniżeniem cen sprzętu telekomunikacyjnego oraz usług telekomunikacyjnych. Prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do listopada 2016 r. W efekcie oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r.
-  **W maju nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących obniżyła się do 495 mln EUR wobec 563 mln EUR w kwietniu.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, dochodów pierwotnych oraz usług (odpowiednio o 404 mln EUR, 222 mln EUR i 6 mln EUR niższe niż w kwietniu). W przeciwnym kierunku oddziaływało niższe saldo dochodów wtórnych (o 564 mln EUR wyższe niż w kwietniu). Dynamika eksportu zmniejszyła się w maju do -4,2% r/r wobec 4,8% w kwietniu, a dynamika importu spadła do -1,6% r/r wobec 0,3%, wskazując zarówno na osłabienie popytu zewnętrznego jak i wewnętrznego. Dane sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy realnych dynamik eksportu i importu w statystykach rachunków narodowych w II kw. br. (odpowiednio 8,4% r/r i 10,6% r/r). Jednocześnie dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się w II kw. br., do -1,0% wobec -0,4% w I kw. br., a w całym 2016 r. wyniesie ona -1,4%.

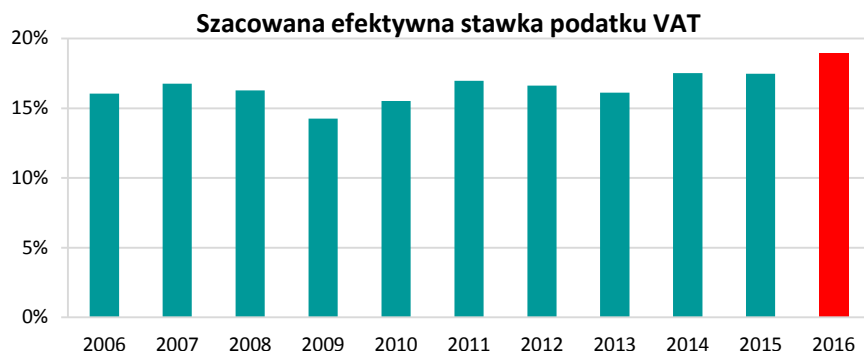
Bez obaw o dochody budżetowe

Ustawa budżetowa na 2016 r. zakłada wzrost dochodów do budżetu państwa z tytułu podatku od towarów i usług (VAT) o 4,5% w porównaniu do realizacji dochodów z VAT w 2015 r. Planowane zwiększenie wpływów w tym zakresie wynika z założonego w ustawie budżetowej przyspieszenia wzrostu nominalnego PKB (z 3,8% r/r w ub. r. do 5,1% w br.) oraz wprowadzenia rozwiązań uszczelniających system podatkowy. W Wieloletnim Planie Finansowym (WPF) wśród takich działań rządu wymieniono m.in. wprowadzenie obowiązku składania przez niektórych podatników deklaracji dla podatku od towarów i usług wyłącznie drogą elektroniczną, modyfikację istniejących rozwiązań dotyczących odpowiedzialności solidarnej oraz kaucji gwarancyjnej, doprecyzowanie regulacji określających przesłanki warunkujące wykreślenie podatnika z rejestru podatników VAT oraz modyfikację zasad rejestracji podatników jako podatników podatku VAT. Ponadto od 1 lipca br. wprowadzono system tzw. jednolitego pliku kontrolnego. Nowa metoda kontroli zobowiązuje podatników do przekazywania danych z ksiąg podatkowych w wersji elektronicznej na żądanie organu podatkowego. Od 15 lipca br. obowiązuje również tzw. klauzula obejścia prawa podatkowego. Regulacja ta umożliwi podważenie czynności dokonywanych przez podatnika, jeśli ich głównym celem jest osiągnięcie korzyści podatkowych. Poniżej przedstawiamy naszą prognozę wpływów z tytułu podatku pośredniego od towarów i usług uwzględniającą prognozowaną przez nas sytuację gospodarczą oraz przedstawione przez rząd działania uszczelniające system podatkowy.



Wpływy z podatku od towarów i usług były w 2015 r. najważniejszym źródłem dochodów budżetu państwa. Stanowiły one 47,4% wszystkich dochodów. Na drugim miejscu były wpływy z tytułu podatku akcyzowego (24,2%), a w dalszej kolejności wpływy z podatków bezpośrednich PIT (17,3%) oraz CIT (9,9%). W celu oszacowania

wysokości dochodów budżetu państwa z tytułu podatku VAT konieczne jest określenie bazy podatkowej, czyli dóbr i usług podlegających opodatkowaniu oraz efektywnej stawki VAT, czyli odsetka bazy podatkowej jaka trafia do budżetu państwa. Na bazę podatku VAT składają się konsumpcja prywatna, spożycie publiczne oraz inwestycje publiczne. Dla każdej z tych składowych efektywna składka podatku jest inna. Ze względu na brak dostępności danych nt. historycznej wysokości dochodów z tytułu podatku VAT w rozbiciu na powyższe trzy kategorie, na potrzeby naszej analizy przyjęliśmy w uproszczeniu, że wysokość bazy podatkowej równa jest nominalnej wartości dodanej w gospodarce (różnica między produkcją globalną i zużyciem pośrednim) pomniejszonej o nominalną wartość eksportu (eksport jest opodatkowany zerową stawką VAT).

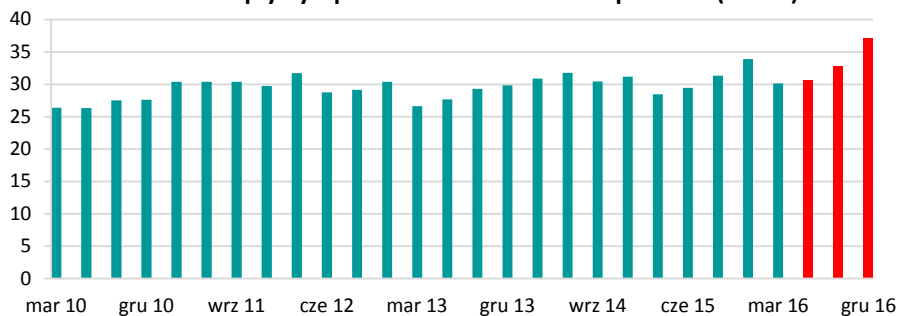


Zgodnie z wynikami naszych obliczeń, od 2009 r. stawka VAT (dla przyjętej przez nas bazy) utrzymuje się w lekkim trendzie wzrostowym i w 2015 r. wyniosła ona 17,5%. Równocześnie z przeprowadzonej przez nas analizy wynika, że poza wahaniami sezonowymi ($\pm 1,0$ pkt. proc. w zależności od kwartału)

efektywna stawka VAT jest zmienną procykliczną, co oznacza, że rośnie wraz z dynamiką PKB i dochodami społeczeństwa, co może być naszym zdaniem związane ze zwiększaniem udziału wydatków na dobra luksusowe w koszyku gospodarstw domowych w górnej fazie cyklu koniunktury.

W I kw. br. szacowana przez nas stawka VAT wyniosła 19,5% i była o 1,3 pkt. proc. wyższa niż w analogicznym okresie 2015 r. Zwiększenie stawki było głównie efektem kontynuacji tendencji wzrostowej obserwowanej w poprzednich latach. W naszej ocenie do wzrostu stawki przyczyniła się również zwiększona ściągальność VAT, związana z kontrolami prowadzonymi przez urzędy skarbowe oraz zmianami w zachowaniu podatników wynikającymi z planowanym wprowadzeniem w lipcu br. zmian w prawie podatkowym (patrz powyżej). Zgodnie z informacjami przedstawionymi w WPF, Ministerstwo Finansów szacuje, że wprowadzenie nowych rozwiązań uszczelniających system przyczyni się do wzrostu dochodów budżetu o ok. 2,5 mld zł w br., czyli ok. 0,4% wyznaczonej przez nas bazy podatkowej. Zakładamy, że wpływ uszczelnienia systemu podatkowego na wzrost stawki VAT nasili się w pozostałych trzech kwartałach 2016 r. Ten szacunek należy skorygować o zmianę sytuacji gospodarczej. Prognozowane przez nas zmniejszenie dynamiki nominalnego PKB w br. przyczyni się do cyklicznego spadku stawki VAT o ok. 0,2 pkt. proc. w br. Biorąc pod uwagę przeciwstawny wpływ powyższych dwóch czynników, prognozujemy, że przeciętna efektywna stawka podatkowa wzrośnie o 1,4 pkt. proc. w porównaniu do ub. r. i wyniesie średniorocznie 18,9% w br.

Kwartalne wpływy z podatku VAT do budżetu państwa (mld zł)

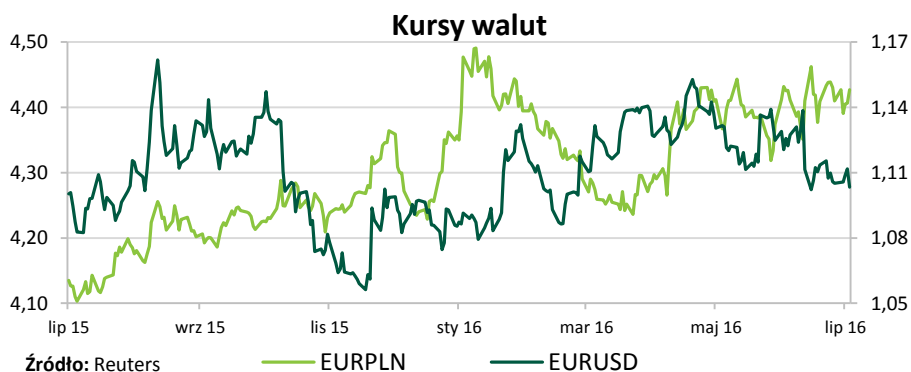


Źródło: MF, Credit Agricole

2,1 mld zł niż zakłada ustawa budżetowa. Sygnalizuje to niskie prawdopodobieństwo wzrostu deficytu instytucji rządowych i samorządowych znacząco powyżej poziomu przewidzianego w WPF (2,6% PKB).

Prognozujemy, że w 2016 r. wpływy do budżetu z tytułu podatku od towarów i usług wzrosną do 130,8 mld zł wobec 123,1 mld zł w 2015 r., na co złożą się oczekiwane przez nas zwiększenie stawki podatkowej oraz wzrost nominalnej wartości dodanej w gospodarce. Dochody z tytułu VAT ukształtują się naszym zdaniem na poziomie wyższym o

Wydarzenia w Turcji mogą osłabić złotego



Źródło: Reuters

— EURPLN — EURUSD

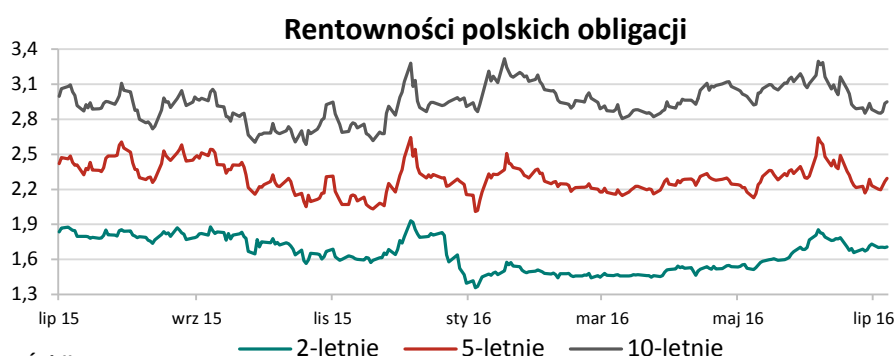
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4272 (osłabienie złotego o 0,4%). W poniedziałek przez cały dzień złoty tracił na wartości. W pewnym stopniu związane było to z realizacją zysków przez część inwestorów po umocnieniu złotego sprzed dwóch tygodni. Krajowe i zgodne z konsensusem dane nt. inflacji nie spotkały się z reakcją rynku. We

wtorek miała miejsce aprecjacja złotego oraz innych walut rynków wschodzących w ślad za obniżeniem globalnej awersji do ryzyka obrazowanej spadkiem indeksu VIX. Od środy do piątku złoty nieznacznie tracił na wartości w oczekiwaniu na piątkową decyzję agencji Fitch w sprawie polskiego ratingu. Decyzja

agencji ratingowej Fitch oraz informacje o wydarzeniach w Turcji pojawiły się po zamknięciu rynku, tym samym nie miały one wpływu na kurs złotego.

Na początku tego tygodnia w kierunku umocnienia złotego może oddziaływać piątkowa, łagodniejsza od oczekiwań decyzja agencji Fitch w sprawie polskiego ratingu. Przeciwny efekt będzie mieć natomiast wzrost globalnej awersji do ryzyka w regionie związany z sytuacją w Turcji (patrz powyżej). We wtorek do umocnienia złotego mogą przyczynić się dane nt. sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej w Polsce. W czwartek, podczas konferencji prasowej po posiedzeniu EBC oczekujemy podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeks Philadelphia FED) na kurs złotego będzie ograniczony. Neutralne dla polskiej waluty będą również wstępne indeksy PMI w najważniejszych europejskich gospodarkach, a także krajowe dane o wynagrodzeniu i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw.

Posiedzenie EBC w centrum uwagi polskiego rynku długu



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,708 (spadek o 2pb), obligacji 5-letnich zwiększyły się do poziomu 2,293 (wzrost o 6pb), a obligacji 10-letnich zwiększyły się do poziomu 2,95 (wzrost o 7pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji

widocznym szczególnie na środkowym odcinku i długim końcu krzywej dochodowości. W naszej ocenie w znacznym stopniu wynikał on z niepewności na rynku związanej z piątkową decyzją agencji Fitch odnośnie do polskiego ratingu. Wsparcie dla takiej oceny stanowi zwiększenie spreadu pomiędzy 10-letnimi polskimi i 10-letnimi węgierskimi benchmarkowymi obligacjami, przy jednoczesnej obniżającej się awersji do ryzyka odzwierciedlanej spadkiem indeksu VIX. Decyzja agencji ratingowej Fitch oraz informacje o wydarzeniach w Turcji pojawiły się po zamknięciu rynku, tym samym nie miały one wpływu na rentowności polskich obligacji.

Na początku tygodnia oczekujemy lekkiego spadku rentowności polskich obligacji w reakcji na ubiegłotygodniową decyzję agencji Fitch w sprawie polskiego ratingu. Czynnikiem ryzyka dla polskiego rynku długu będzie dalszy rozwój sytuacji w Turcji. Jej ewentualna eskalacja może oddziaływać w kierunku spadku cen polskich obligacji. W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą również krajowe dane nt. produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. Uważamy, że mogą one przyczynić się do wzrostu rentowności polskich obligacji. W czwartek, podczas konferencji prasowej po posiedzeniu EBC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na polskim rynku długu. Odczyty z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym, indeks Philadelphia FED), wstępne indeksy PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek oraz krajowe dane nt. wynagrodzenia i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw będą w naszej ocenie neutralne dla polskiego rynku 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	-0,8	
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	-0,2	
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
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
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
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
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
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
Saldo ROB (mln EUR)	-963	-1174	-574	-608	-305	405	-573	771	-529	54	563	495		
Eksport (r/r, % EUR)	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	-4,2		
Import (r/r, % EUR)	10,3	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,6	7,7	1,1	0,3	-1,6		

* 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	-0,9	-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	4,37	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,73	3,94	3,94	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**
Poniedziałek 18.07.2016r.						
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)	Czerwiec	4,1	4,7	4,8
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)	Czerwiec	2,8	2,9	2,9
Wtorek 19.07.2016r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Lipiec	19,2		9,1
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (%r/r)	Czerwiec	2,2	3,9	3,7
14:00	Polska	Inflacja PPI (%r/r)	Czerwiec	-0,7	-1,0	-1,0
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (%r/r)	Czerwiec	3,5	6,8	6,0
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Czerwiec	1164	1171	1170
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Czerwiec	1136	1141	1150
Środa 20.07.2016r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Maj	36,2		
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	-7,3		-8,0
Czwartek 21.07.2016r.						
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Lipiec	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	4,70	3,7	5,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Czerwiec	5,53	5,48	5,47
Piątek 22.07.2016r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	54,5	53,3	53,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Lipiec	52,8	52,6	52,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	52,8	52,5	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Lipiec	53,1	52,9	52,6
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	51,3		51,6

* 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