

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek aktualizacja ratingu Polski przez agencję Moody's.** Dwa tygodnie temu ukazał się komunikat Moody's, w którym agencja zwróciła uwagę na negatywny wpływ eskalacji kryzysu wokół Trybunału Konstytucyjnego na ocenę wiarygodności kredytowej Polski. W komunikacie zostało podkreślone, że nieuwzględnienie rekomendacji Komisji Europejskiej dotyczących rozwiązania sporu oraz rozpoczęcie przez prokuraturę postępowania w sprawie prezesa Trybunału Konstytucyjnego A. Rzeplińskiego może pogorszyć relacje Polski z Unią Europejską i mieć negatywny wpływ na klimat inwestycyjny w Polsce. Mimo wydzźwięku komunikatu wskazującego na pogorszenie oceny wiarygodności kredytowej Polski, w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Moody's utrzyma długoterminowy rating Polski na niezmienionym poziomie (A2) oraz jego negatywną perspektywę, co jest też zgodne z konsensusem rynkowym (Reuters). Warto jednak podkreślić, że podniesienie prognozy relacji długu sektora finansów publicznych do PKB w ustawie budżetowej na 2017 r. w porównaniu z jej poziomem oczekiwanym w WPF 2016-2019 (por. MAKROMapa z 29.08.2016), jak również odnotowane w II kw. pogłębienie spadku inwestycji w ujęciu rocznym stanowią ryzyko w dół dla naszej oceny. W konsekwencji nie wykluczamy, że Moody's zdecyduje się na obniżenie ratingu zmieniając jego perspektywę z negatywnej na stabilną. W piątek wicepremier M. Morawiecki spekulował, że zmiana perspektywy ratingu przez Moody's w maju wskazuje na ryzyko obniżki ratingu w tym tygodniu. Jego wypowiedź jest naszym zdaniem sygnałem akceptacji takiego scenariusza przez rząd. W przypadku utrzymania niezmienionego ratingu w tym tygodniu, powyższe czynniki (wzrost relacji długu do PKB, spadek inwestycji oraz kryzys wokół Trybunału) będą stanowić ryzyko w dół dla oceny wiarygodności Polski przy następnej aktualizacji ratingu. Choć zgodnie z naszą prognozą Moody's nie zmieni ratingu i jego perspektywy, w najbliższych dniach prawdopodobne jest nasilenie oczekiwań inwestorów na zmianę ratingu i związana z tym zwiększona presja na osłabienie kursu złotego, której może towarzyszyć wzrost rentowności polskich obligacji na długim końcu krzywej. Decyzja agencji zostanie ogłoszona najprawdopodobniej po zamknięciu europejskich rynków, a reakcja rynku walutowego i rynku długu na tę decyzję zmaterializuje się dopiero w kolejnym tygodniu.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że Rada nie zmieni parametrów polityki monetarnej. Na konferencji po posiedzeniu prawdopodobnie zostanie poruszony temat wpływu pogłębienia spadku inwestycji w II kw. na prawdopodobieństwo złagodzenia polityki monetarnej w najbliższych miesiącach. Odpowiedzi prezesa NBP będą szczególnie interesujące w kontekście opinii formułowanych przez członków RPP na posiedzeniu w lipcu. Zgodnie z wypowiedzią A. Głapińskiego, wszyscy członkowie RPP oczekiwali wówczas wyższej dynamiki PKB w 2016 r. niż przedstawiono w lipcowej projekcji inflacji (ścieżka centralna równa 3,2% r/r). W naszej ocenie, podczas trwania konferencji po posiedzeniu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC. Naszym zdaniem nie przyniesie ono zmian w polityce pieniężnej w strefie euro.** Na konferencji po posiedzeniu zostanie zaprezentowana również najnowsza projekcja makroekonomiczna. Oczekujemy, że ścieżki inflacji i wzrostu gospodarczego zostaną zrewidowane lekko w dół w porównaniu do czerwcowej projekcji. W centrum uwagi rynków będą informacje dotyczące wpływu Brexit na perspektywę polityki pieniężnej EBC. 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. Uważamy, że przed końcem roku (na posiedzeniu w październiku lub grudniu) EBC podejmie decyzję o wydłużeniu programu skupu aktywów o 6 miesięcy. Nasza ocena jest zgodna z oczekiwaniami rynkowymi. Podczas konferencji po posiedzeniu EBC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i cen polskiego długu.

- **W czwartek poznamy dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego nadwyżka nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 52,3 mld USD. Prognozujemy, że dynamika eksportu odnotowała w sierpniu spadek do -5,0% r/r wobec -4,4% w lipcu, podczas gdy dynamika importu zwiększyła się do -3,0% z -12,5%.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy na lata 2016-2017.** Oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 2,9% r/r (3,3% przed rewizją), a w 2017 r. będzie równe 3,5% (poprzednio 3,6%, patrz poniżej).

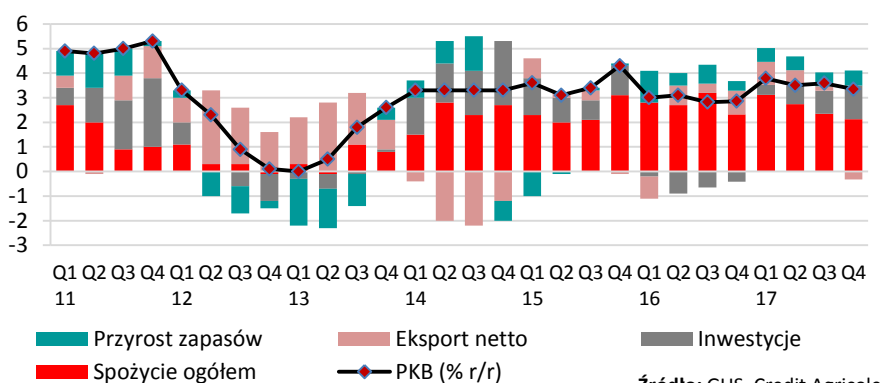
## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w sierpniu o 151 tys. wobec wzrostu o 275 tys. w lipcu (rewizja w górę z 255 tys.), co było poniżej oczekiwań rynku (180 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+39,0 tys.), turystyce i rekreacji (+29,0 tys.) oraz sektorze rządowym (+25,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce w przetwórstwie (-14,0 tys.), budownictwie (-6,0 tys.) oraz w górnictwie i wycince drzew (-4,0 tys.). Stopa bezrobocia w sierpniu nie zmieniła się w stosunku do lipca i wyniosła 4,9%, kształtując się nieznacznie powyżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,8% - por. MAKROmapa z 20.06.2016). Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego w sierpniu obniżyła się do 2,4% wobec 2,7% w lipcu, co w naszej ocenie związane było z oddziaływaniem przejściowego, niekorzystnego efektu statystycznego. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w lipcu do 49,4 pkt. wobec 52,6 pkt. w czerwcu, kształtując się tym samym poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Jednocześnie jest to najniższy poziom indeksu od stycznia br. W kierunku spadku wskaźnika oddziaływały niższe wkłady wszystkich jego 5 składowych (bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, czasu dostaw oraz zapasów). Co więcej, 4 z 5 składowych indeksu znajduje się poniżej granicy 50 pkt. Najsilniej obniżyła się składowa dla nowych zamówień (49,1 pkt. w sierpniu wobec 56,9 pkt. w lipcu), co jest jej największym spadkiem w ujęciu bezwzględny od stycznia 2014 r. Miał on miejsce przy stabilizacji składowej dla nowych zamówień eksportowych, co wskazuje na pogorszenie popytu wewnętrznego. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza, w którym zakładamy jedną podwyżkę docelowego przedziału wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej w br. – o 25 pb w grudniu, do poziomu [0,50%; 0,75%].
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem tempo wzrostu PKB w Polsce wyniosło 3,1% r/r w II kw. wobec 3,0% w I kw.** Oczyszczony z wpływu czynników sezonowych PKB wzrósł w II kw. o 0,9% kw/kw wobec spadku o 0,1% w I kw. Wzrost dynamiki PKB wynikał z wyższego wkładu eksportu netto (0,8 pp. w II kw. wobec -0,9% w I kw.). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe kontrybucje zapasów (0,5 pp. w II kw. wobec 1,3 pp. w I kw.), inwestycji (-0,9 pp. wobec -0,2 pp.) oraz spożycia prywatnego (1,9 pp. wobec 2,0 pp.). Wkład spożycia publicznego w II kw. nie zmienił w stosunku do I kw. i wyniósł 0,8 pp. Tym samym w II kw. głównym źródłem wzrostu PKB w Polsce pozostało spożycie prywatne (por. MAKROpuls z 30.08.2016). Uwzględniając dane o PKB w II kw. zrewidowaliśmy prognozowaną przez nas ścieżkę polskiego PKB. Obecnie oczekujemy, że całym 2016 r. wzrośnie o 2,9% wobec 3,3% przed rewizją (patrz poniżej).
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w sierpniu do 51,5 pkt. wobec 50,3 pkt. w lipcu.** Struktura sierpniowego wskaźnika PMI (silny wzrost składowych dotyczących bieżącej produkcji i nowych zamówień) potwierdza naszą ocenę sprzed miesiąca, zgodnie z którą przyczyną silnego pogorszenia koniunktury w polskim przetwórstwie w lipcu były przerwy urlopowe w fabrykach Volkswagena w Poznaniu i Opla w Gliwicach (por. MAKROpuls z 01.09.2016). Wartość wskaźnika PMI w okresie lipiec-sierpień (50,9 pkt.) ukształtowała się na niższym poziomie niż w II kw. (51,6 pkt.). Tym samym dane o koniunkturze w przetwórstwie

stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy, zgodnie z którą polski PKB zwiększy się w III kw. o 2,8% r/r wobec 3,1% w II kw. (patrz poniżej).

- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowany został wstępny szacunek inflacji w Polsce.** Zwiększyła się ona w sierpniu do -0,8% r/r wobec -0,9% w lipcu, co było powyżej naszej prognozy (-1,0%) i konsensusu rynkowego (-0,9%). Uważamy, że w kierunku wzrostu inflacji oddziaływała m.in. wyższa inflacja bazowa. Finalne dane o inflacji wraz z jej strukturą zostaną opublikowane 12 września.
- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro w sierpniu nie zmieniła się w stosunku do lipca i wyniosła 0,2% r/r.** W kierunku wzrostu inflacji (o 0,1 pkt. proc.) oddziaływała wyższa dynamika cen energii. Jej dodatni wpływ na tempo wzrostu cen został jednak skompensowany przez niższą dynamikę cen żywności, usług oraz dóbr przemysłowych z wyjątkiem energii. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w strefie euro zwiększy się w III kw. do 0,3% r/r wobec -0,1% w II kw.
- ✔ **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w sierpniu do 50,0 pkt. wobec 50,6 pkt. w lipcu.** W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 3 z 5 jego składowych (bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów pozycji zakupionych). Przeciwny efekt miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje obniżenie składowej dla nowych zamówień (50,6 pkt. w sierpniu wobec 51,2 pkt. w lipcu). Spadek indeksu dla nowych zamówień eksportowych był mniejszy (49,3 pkt. wobec 49,5 pkt.), co sygnalizuje, że główną przyczyną zmniejszenia tempa wzrostu zamówień ogółem było pogorszenie popytu wewnętrznego. Oficjalny indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w sierpniu do 50,4 pkt. z 49,9 pkt. w lipcu. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2016 r. o 6,7% wobec wzrostu o 6,5% w 2015 r. Tym samym jego tempo wzrostu będzie spójne z wyznaczonym przez chiński rząd celem dla dynamiki PKB na 2016 r. na poziomie „6,5-7,0%”.

## Prognozy na lata 2016-2017



3,6%).

Źródło: GUS, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 8). Oczekujemy, że w 2016 r. średniorocznie wyniesie ono 2,9% r/r (3,3% przed rewizją), w 2017 r. będzie równe 3,5% (poprzednio

Obniżenie prognozowanego przez nas tempa wzrostu PKB w latach 2016-2017 jest związane z niekorzystną strukturą wzrostu gospodarczego w II kw. br., wskazującą na pogłębienie spadku inwestycji i brak wyraźnego przyspieszenia spożycia prywatnego. Zwiększenie dynamiki inwestycji ogółem w III kw. będzie mniejsze niż wcześniej oczekiwaliśmy, głównie ze względu na silniejsze od prognoz wyhamowanie inwestycji publicznych w II kw. W II poł. br. oczekujemy stopniowej odbudowy inwestycji publicznych (coraz większe wykorzystanie środków unijnych w ramach perspektywy finansowej 2014-2020), jednak roczna dynamika nakładów inwestycyjnych realizowanych przez sektor publiczny pozostanie ujemna. Utrzymujący się wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie sygnalizuje

zwiększenie dynamiki nakładów inwestycyjnych firm w kolejnych kwartałach, jednakże średnioroczna dynamika nakładów na środki trwałe obniży się w porównaniu do 2015 r. Ponadto ostatnie dane wskazują, że gospodarstwa domowe, w odpowiedzi na wyraźną poprawę sytuacji na rynku pracy, decydują się na odbudowę oszczędności. Wzrost skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania wskazuje, że przyspieszenie wzrostu konsumpcji w II poł. br., związane z poprawą sytuacji na rynku pracy i efektem 500+, będzie mniejsze niż wcześniej zakładaliśmy. Tym samym związany z programem wzrost popytu na towary i usługi importowane będzie również mniejszy od naszych wcześniejszych prognoz. Ponadto, dynamika eksportu w II kw. okazała się wyższa od naszych oczekiwań. W II poł. br. spodziewamy się stabilizacji tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro (w tym w Niemczech), co będzie wsparciem dla utrzymania wysokiego tempa wzrostu polskiego eksportu a tym samym oddziałuje to w kierunku zwiększenia prognozowanego przez nas wkładu eksportu netto do PKB w porównaniu do naszej czerwcowej prognozy.

Nasza zrewidowana prognoza uwzględnia wpływ Brexit na polską gospodarkę. Potencjalny krótkookresowy wpływ Brexit na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce przedstawiliśmy w MAKROmapie z 23.05.2016. Uwzględniając spadek eksportu z Polski do Wielkiej Brytanii, ograniczenie napływu nowych bezpośrednich inwestycji zagranicznych z Wielkiej Brytanii do Polski oraz odpływ zysków, które w przeciwnym razie byłyby reinwestowane, jak również biorąc pod uwagę spowolnienie w innych krajach UE szacowaliśmy, że Brexit mógłby przyczynić się do obniżenia rocznej dynamiki PKB w Polsce maksymalnie o ok. 0,5 pkt. proc. w horyzoncie jednego roku. Biorąc pod uwagę napływające od tego czasu dane makroekonomiczne, wyniki badań koniunktury w Polsce i za granicą oraz fakt, że do końca br. rząd Wielkiej Brytanii nie zamierza rozpocząć formalnej procedury wyjścia z UE zgodnie z art. 50 Traktatu Lizbońskiego uważamy, że w krótkim okresie wpływ Brexit będzie miał ograniczony negatywny wpływ na polską gospodarkę w latach 2016-2017.

W 2017 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego przede wszystkim ze względu na dalszy wzrost dynamiki inwestycji (zarówno publicznych, jak i przedsiębiorstw) wynikający m.in. ze zwiększonej absorpcji środków unijnych. Wzrost PKB będzie wspierany przez efekty niskiej bazy. Wygaśnięcie na przełomie II i III kw. 2017 r. pozytywnego wpływu oddziaływania programu Rodzina 500+ na dynamikę konsumpcji będzie oddziaływało w przeciwnym kierunku.

Oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r. W horyzoncie najbliższych czterech kwartałów czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia inflacji będzie wprowadzony od 1 września br. podatek od sprzedaży detalicznej. Ustawa wprowadza dwie stawki podatku od sprzedaży detalicznej – 0,8% od przychodu między 17 mln zł a 170 mln zł miesięcznie i 1,4% od przychodu powyżej 170 mln zł miesięcznie. Kwota wolna od podatku w skali roku wynosi 204 mln zł. Naszym zdaniem sprzedawcy objęci podatkiem będą dążyć do utrzymania dotychczasowego poziomu marż. W takiej sytuacji będą mieli do dyspozycji dwa rozwiązania: przerzucić podatek na dostawców poprzez negocjacje cenowe lub podnieść ceny sprzedawanych produktów. W zależności od rodzajów produktów, branży, wielkości oraz charakteru relacji z dostawcami, w indywidualnych strategiach sprzedawców dominować będzie jedno lub drugie rozwiązanie. Największe możliwości w tej kwestii będą miały dyskonty, hipermarkety i sieci handlowe, które ze względu na swoją bardzo silną pozycję negocjacyjną, szczególnie w stosunku do rozdrobnionych przetwórców lub producentów marek własnych w większym stopniu będą w stanie wywierać presję na swoich dostawców. W gorszej sytuacji znajdują się sklepy specjalistyczne nie będące częścią sieci handlowej oraz sklepy franszysowe. Ich siła negocjacyjna względem dostawców jest wyraźnie niższa niż w przypadku supermarketów. Tym samym ich główną odpowiedzią na podatek będzie wzrost cen, co w przypadku rynków charakteryzujących się wysoką konkurencją będzie możliwe w ograniczonym zakresie. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki szacujemy, że wprowadzenie podatku będzie oddziaływało w kierunku wzrostu dynamiki inflacji ogółem o ok. 0,3 pkt. proc. w okresie III kw. 2016 r. – IV kw. 2017 r.



Efekt ten będzie szczególnie widoczny w kategoriach takich jak paliwa, odzież i obuwie, napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe, żywność i napoje bezalkoholowe.

Uwzględniając efekt podatku handlowego prognozujemy, że deflacja w Polsce utrzyma się do listopada 2016 r. Od IV kw. br. w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływało zwiększenie dynamiki cen żywności. W IV kw. br. oraz w I poł. 2017 r. wzrost cen żywności widoczny będzie w naszej ocenie szczególnie w przypadku mięsa (m.in. rozpoczęcie wzrostowej fazy cyklu świńskiego – por. AGROPuls z 19.08.2016) oraz produktów mlecznych (wejście rynku mleka we wzrostową fazę cyklu - por AGROPuls z 17.08.2016). Przeciwny efekt będą miały niższe ceny owoców i warzyw z uwagi na lepsze w porównaniu do 2015 r. zbiory. Ponadto ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy dla dynamiki cen paliw i nośników energii (obniżka cen prądu i gazu w styczniu br.) inflacja silnie zwiększy się do 1,8% r/r w I kw. 2017 r. W II poł. 2017 r. oczekujemy lekkiego spadku inflacji. Z jednej strony domykanie się luki popytowej będzie oddziaływało w kierunku dalszego wzrostu inflacji bazowej. Z drugiej strony stopniowo wygasające efekty niskiej bazy dla cen paliw oraz ustąpienie proinflacyjnego wpływu podatku od sprzedaży detalicznej w III kw. będą ograniczać wzrost wskaźnika CPI. Dodatkowo oczekujemy spadku dynamiki cen żywności z uwagi na oddziaływanie efektów wysokiej bazy z II poł. 2016 r. Oczekujemy, że w 2017 r. średnioroczna inflacja ukształtuje się na poziomie 1,8%. Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest kształtowanie się cen ropy na światowym rynku.

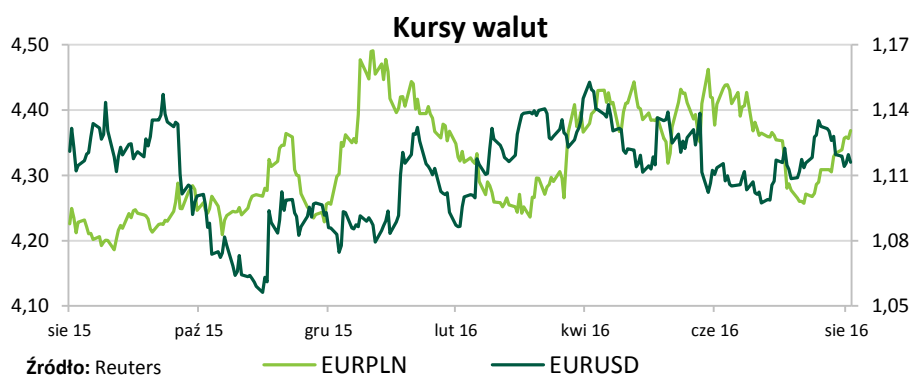
W II kw. 2016 r. relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zwiększyła się do -0,3% wobec -0,4% w I kw. Prognozujemy, że w całym 2016 r. wyniesie ona -0,5%. Na lekki wzrost deficytu złożą się zmniejszony (w porównaniu do 2015 r.) napływ środków unijnych oraz oddziałujący w przeciwnym kierunku wzrost salda obrotów handlowych. W 2017 r. odnotujemy dalsze zwiększenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB (-0,6%), do czego przyczyni się m.in. wzrost cen ropy oraz silniejszy popyt wewnętrzny wynikający z przyspieszenia inwestycji ogółem.

Uważamy, że rynek pracy znajduje się blisko stanu równowagi. Prognozujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego ukształtuje się na poziomie 8,4% na koniec br. Oczekujemy stopniowego wyhamowania poprawy sytuacji na rynku pracy. Skala spadku stopy bezrobocia będzie ograniczana przez trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników oraz spowolnienie wzrostu gospodarczego. W efekcie, stopa bezrobocia koniec 2017 r. ukształtuje się na takim samym poziomie jak na koniec 2016 r. Oczekujemy, że dynamika zatrudnienia poza rolnictwem będzie się stopniowo obniżać i w IV kw. 2017 r. osiągnie poziom 0,0% r/r. Wzrost inflacji i trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników będą oddziaływały w kierunku wzrostu presji płacowej. Będzie ona jednak ograniczana przez możliwość zwiększenia wymiaru godzinowego pracowników dotychczas zatrudnionych na część etatu, niski stopień uzwiązkowienia w sektorze prywatnym, gotowość pracodawców do przeniesienia produkcji za granicę, napływ imigrantów (szczególnie Ukraińców) oraz migracje powrotne Polaków. W efekcie oczekujemy umiarkowanego zwiększenia nominalnego tempa wzrostu płac z 4,4% w br. do 5,1% w 2017 r.

Podtrzymujemy nasz scenariusz dotyczący perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Nie spodziewamy się, że lekkie spowolnienie tempa wzrostu PKB w br. skłoni RPP do rozluźnienia polityki pieniężnej. Dobra sytuacja gospodarcza za granicą jest ważnym argumentem dla członków RPP za utrzymywaniem status quo w polityce pieniężnej. Rada wykazuje również niską determinację w realizacji celu inflacyjnego. Przedłużająca się deflacja nie wymaga, zdaniem RPP, dostosowania parametrów polityki pieniężnej. Obawy o stabilność systemu finansowego, w tym w szczególności małych instytucji finansowych (SKOK) to kolejny czynnik ograniczający przestrzeń do obniżki stóp procentowych. W efekcie uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do lipca 2017 r. Naszym zdaniem, 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.

Podtrzymaliśmy naszą prognozę kursu złotego. W krótkim okresie kurs EURPLN będzie utrzymywał się na poziomie ok. 4,35-4,40. Relatywnie słaby kurs polski waluty będzie związany głównie z oczekiwanym dalszym normalizowaniem polityki pieniężnej przez FED oraz rosnącym ryzykiem obniżenia ratingu Polski przez agencje Moody's i Fitch. Począwszy od IV kw. 2016 r. oczekujemy umiarkowanego umocnienia polskiej waluty z zasięgiem 4,15 za euro na koniec 2017 r., co będzie związane z rosnącymi oczekiwaniami rynkowymi na podwyżki stóp procentowych przez RPP. W krótkim okresie potencjalnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego może być znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach. Determinacja rządu chińskiego w realizacji założonego celu dla tempa wzrostu PKB („6,5-7,0%” w br.) jest jednak wysoka (por. MAKROMAPA z 16.08.2016), a tym samym prawdopodobieństwo „twardego lądowania” chińskiej gospodarki (mającego negatywny wpływ na kurs polskiej waluty) oceniamy obecnie jako niskie.

## Decyzje RPP oraz EBC mogą podwyższyć zmienność złotego

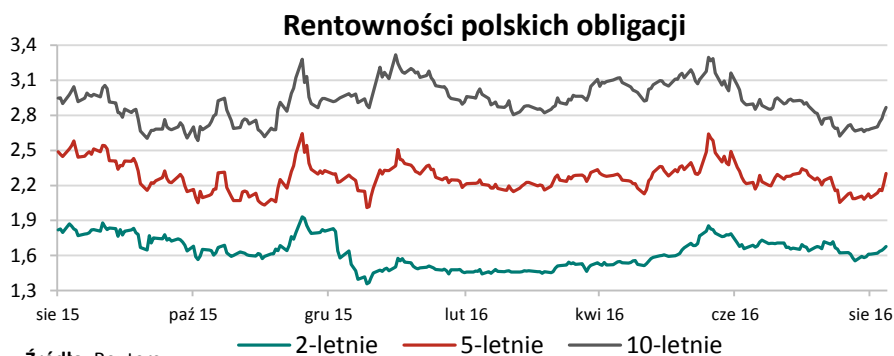


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3686 (osłabienie złotego o 0,8%).** W poniedziałek polska waluta traciła na wartości, a w kierunku jej osłabienia oddziaływała jastrzębia wypowiedź J. Yellen sprzed dwóch tygodni podczas sympozjum w Jackson Hole (por. MAKROMAPA z 29.08.2016). W dalszej części tygodnia złoty oraz inne waluty

regionu pozostawały w trendzie deprecjacyjnym z uwagi na podwyższoną globalną awersję do ryzyka odzwierciedlaną wzrostem indeksu VIX. W naszej ocenie mniejszy apetyt na ryzyko wynikał z rosnących oczekiwań uczestników rynku na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA. Krajowe dane (publikacja struktury PKB, indeks PMI, wstępny szacunek inflacji) miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. W piątek po południu doszło do umocnienia złotego w reakcji na słabsze od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

W środę i w czwartek oczekujemy podwyższonej zmienności kursu złotego z uwagi na posiedzenia RPP (środa) oraz EBC (czwartek). Dane makroekonomiczne publikowane w tym tygodniu będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego. W najbliższych dniach możemy mieć jednak do czynienia z presją na osłabienie złotego, gdyż część inwestorów może wyprzedawać polską walutę w odpowiedzi na rosnące ryzyko obniżenia ratingu Polski przez agencję Moody's. Decyzja agencji zostanie ogłoszona najprawdopodobniej w piątek po zamknięciu europejskich rynków, a zatem jej ewentualny wpływ kurs złotego zmaterializuje się w przyszłym tygodniu.

## Polski rynek długu w oczekiwaniu na decyzję Moody's



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,676 (wzrost o 7pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,303 (wzrost o 21pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,867 (wzrost o 18pb). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w poniedziałek na otwarciu rentowności polskich obligacji na

całej długości krzywej dochodowości były wyższe niż na piątkowym zamknięciu. Spadek cen polskiego długu nastąpił w reakcji na jastrzębią wypowiedź J. Yellen podczas sympozjum w Jackson Hole, która miała miejsce w piątek po zamknięciu polskiego rynku (por. MAKROmapa z 29.08.2016). W dalszej części tygodnia ceny polskich obligacji kontynuowały spadki na całej długości krzywej dochodowości z uwagi na wzrost światowej awersji do ryzyka związany z rosnącymi oczekiwaniami uczestników rynku na zacieśnianie polityki monetarnej przez FED. Wsparcie dla takiej oceny stanowi utrzymujący się wzrost indeksu VIX, któremu towarzyszyło zwiększenie spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi i amerykańskimi obligacjami. Dodatkowo w kierunku spadku cen polskiego długu oddziaływał naszym zdaniem nasilający się kryzys wokół Trybunału Konstytucyjnego. W czwartek miały miejsce aukcje długu (podstawowa i uzupełniająca), na których Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 6- i 10-letnich terminach zapadalności za łącznie 7,6 mld zł przy popycie równym 11,8 mld zł. Udana aukcja długu nie odwróciła jednak spadkowego trendu cen polskich obligacji.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą posiedzenia RPP (środa) oraz EBC (czwartek). W efekcie w te dni oczekujemy podwyższonej zmienności rentowności polskich obligacji. W najbliższych dniach możemy mieć jednak do czynienia z presją na spadek cen polskiego długu, gdyż część inwestorów może zmniejszać zaangażowanie w papiery skarbowe w odpowiedzi na rosnące ryzyko obniżenia ratingu Polski przez agencję Moody's. Decyzja agencji zostanie ogłoszona najprawdopodobniej w piątek po zamknięciu europejskich rynków, a zatem jej ewentualny wpływ na rentowności obligacji zmaterializuje się w przyszłym tygodniu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 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*	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,36	4,37
Kurs USDPLN*	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,91	3,94
Kurs CHFPLN*	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,97	3,99
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	8,3	8,3
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1	-0,1
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	4,3	4,3
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	5,0	5,0
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,2	3,2
Stopa bezrobocia rej.* (%)	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,8	8,6	8,5	8,5
Saldo ROB (mln EUR)	-574	-608	-305	405	-573	771	-529	54	563	624	-203	-926	-926	-926
Eksport (r/r, % EUR)	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	-0,7	6,4	-4,7	-4,7	-4,7
Import (r/r, % EUR)	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,6	7,7	1,1	0,3	0,4	2,4	-6,9	-6,9	-6,9

\* 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	2,8	2,9	3,8	3,5	3,6	3,4	3,6	2,9	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	3,3	4,0	4,0	4,0	3,7	3,0	3,1	3,1	3,6	3,4	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-4,9	-3,4	-1,5	3,0	4,4	5,1	5,2	5,8	-2,7	4,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,9	10,9	10,6	8,0	8,2	7,0	6,6	6,0	6,8	9,1	6,9	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,3	9,9	10,1	6,4	6,9	6,3	6,6	7,3	6,3	8,9	6,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,4	1,9	2,6	2,2	1,8	1,5	1,8	2,1	2,0
	Inwestycje (pp.)	-0,2	-0,9	-0,7	-0,4	0,4	0,7	0,9	1,4	1,1	-0,5	0,9
	Eksport netto (pp.)	-0,9	0,8	0,4	1,0	0,9	0,6	0,2	-0,3	0,3	0,4	0,3
Saldo obrotów bieżących***	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,5	-0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	10,0	8,8	8,3	8,4	8,9	8,0	7,9	8,4	9,8	8,4	8,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,2	2,3	2,6	1,9	1,4	1,0	0,5	0,0	1,4	2,2	0,7	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,3	5,0	5,3	5,3	5,1	5,0	4,9	3,3	4,4	5,1	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,3	1,8	2,0	1,7	1,6	-0,9	-0,6	1,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,71	1,71	1,96	2,13	2,21	1,72	1,71	2,21	
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**
<b>Poniedziałek 05.09.2016r.</b>						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Sierpień	53,1	53,1	53,1
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Sierpień	53,3	53,3	53,3
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	4,2		5,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	0,0	0,3	0,6
<b>Wtorek 06.09.2016r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	-0,4		0,5
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	II kw.	0,3	0,3	0,3
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	II kw.	1,6	1,6	1,6
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Sierpień	55,5	54,4	55,7
<b>Środa 07.09.2016r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	0,8	-0,2	0,1
<b>Czwartek 08.09.2016r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Sierpień	52,3	52,3	
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Wrzesień	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	261		265
<b>Piątek 09.09.2016r.</b>						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-1,7	-1,4	
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	1,8	1,7	
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	21,7		21,9
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	0,3		0,1
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Lipiec	1,9		

\* 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