

W tym tygodniu

- **We wtorek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego saldo zwiększyło się w lipcu do 43,5 mld USD wobec 42,8 mld USD w czerwcu. Jednocześnie uważamy, że dynamika eksportu odnotowała w lipcu wzrost do 13,7% r/r wobec 11,3% w czerwcu, podczas gdy dynamika importu zwiększyła się do 24,0% z 17,2%. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.
- **W piątek poznamy finalne dane o lipcowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy niewielkie ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w dół do 1,6% r/r względem opublikowanego w ubiegłym tygodniu wstępnego szacunku (1,7%), a tym samym zwiększyło się ono w porównaniu do czerwca (1,5%). Uważamy, że w kierunku wzrostu wskaźnika w lipcu oddziaływała wyższa dynamika cen żywności i paliw. Z kolei inflacja bazowa najprawdopodobniej nie zmieniła się w porównaniu do czerwca i wyniosła 0,8% r/r. Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w czerwcu.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 497 mln EUR wobec 179 mln EUR w maju, co będzie wynikało głównie ze zmniejszenia salda transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się w czerwcu do 7,5% r/r wobec 14,5% w maju, a dynamika importu spadła do 13,8% r/r wobec 19,1%. W kierunku obniżenia dynamik eksportu i importu oddziaływał głównie efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się znacząco powyżej konsensusu rynkowego (-848 mln EUR), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w lipcu o 209 tys. wobec wzrostu o 231 tys. w czerwcu (rewizja w górę z 222 tys.), co było powyżej oczekiwań rynku (183 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+62,0 tys.), turystyce i rekreacji (+54,0 tys.) oraz usługach biznesowych (+49,0 tys.). Zatrudnienie obniżyło się jedynie w dostawie mediów (-0,9 tys.). Stopa bezrobocia spadła w lipcu do 4,3% wobec 4,4% w czerwcu, kształtując się poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,6%, por. MAKROmapa z 19.06.2017). Spadek stopy bezrobocia nastąpił przy zwiększeniu współczynnika aktywności zawodowej do 62,9% w lipcu wobec 62,8% w czerwcu. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 2,5%. Oczekujemy, że kontynuacja poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy w kolejnych miesiącach będzie oddziaływała w kierunku wzrostu rocznej dynamiki wynagrodzeń. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w lipcu do 56,3 pkt. wobec 57,8 pkt. w czerwcu. W kierunku spadku indeksu oddziaływało obniżenie wkładów 4 z 5 składowych indeksu (dla nowych zamówień, zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw). Przeciwny efekt miał wyższy wkład składowej dla zapasów. W naszej ocenie spadek indeksu jest korektą po jego silnym wzroście w czerwcu, kiedy to osiągnął najwyższy poziom od sierpnia 2014 r. Tym samym uważamy, że ma on przejściowy charakter. Spadek odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który zmniejszył się w lipcu do 53,9 pkt. wobec 57,4 pkt. w czerwcu. Spadek wskaźnika wynikał z niższych wkładów wszystkich 4 jego składowych (dla nowych zamówień, aktywności biznesowej, zatrudnienia oraz czasu dostaw). Ubiegłotygodniowe dane z USA stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,4% wobec 2,6% w II kw.

- W ubiegłym tygodniu prezydent A. Duda złożył do Sejmu projekt tzw. „ustawy frankowej”.** Projekt ustawy zakłada wyodrębnienie z Funduszu Wsparcia Kredytobiorców dwóch funduszy: Funduszu Wspierającego oraz Funduszu Restrukturyzacyjnego. Fundusz Wspierający z dniem wejścia ustawy w życie zostanie zasilony obecnymi środkami Funduszu Wsparcia Kredytobiorców (jest to ok. 600 mln zł) oraz będzie finansowany składkami banków. Nie będą mogły one przekraczać kwartalnie 1% wartości ich portfela hipotecznych kredytów walutowych, których opóźnienie w spłacie kapitału i odsetek przekracza 90 dni, tym samym ich wpływ na wynik sektora bankowego byłby ograniczony. Środki z Funduszu Wspierającego będą przeznaczane na pomoc osobom, które nie są w stanie obsługiwać hipotecznych kredytów walutowych (ich trudna sytuacja finansowa, podobnie jak w przypadku funkcjonującego obecnie Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, będzie stwierdzana m.in. na podstawie wskaźnika DTI - *Debt to Income* oraz dochodów na jednego członka rodziny). Z kolei Fundusz Restrukturyzacyjny będzie zasilany składkami banków, które kwartalnie nie mogą przekraczać 0,5% wartości bilansowej ich portfela kredytów walutowych. Oznacza to, że w pierwszym roku obowiązywania ustawy kredytodawcy nie poniosą większego obciążenia niż ok. 3,0 mld zł, co stanowi ok. 20% wyniku sektora bankowego za 2016 r. W kolejnych latach składka ta będzie się zmniejszała wraz ze spadkiem wartości portfela kredytów walutowych. Środki z Funduszu Restrukturyzacyjnego będą przeznaczane na pokrycie strat poniesionych przez banki w wyniku konwersji kredytów walutowych na kredyty nominowane w złotych. Restrukturyzacja kredytów będzie dobrowolna, a kolejność przewalutowania poszczególnych kredytów będzie rekomendowana przez Komisję Nadzoru Finansowego. Prezydencki projekt ustawy spotkał się pozytywną reakcją Komisji Nadzoru Finansowego oraz Narodowego Banku Polskiego, co zwiększa prawdopodobieństwo jego przyjęcia. Nie można jednak wykluczyć, że ustawa prezydencka, w związku z podwyższoną niepewnością dotyczącą sytuacji politycznej, nie będzie szybko procedowana. Wpływ prezydenckiej ustawy na sektor bankowy, sytuację gospodarczą w kraju oraz ocenę wiarygodności kredytowej Polski przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.
- Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się do 52,3 pkt. w lipcu w wobec 53,1 pkt. w czerwcu.** Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw). Przeciwny efekt miały wyższe wkłady składowych dla zapasów i zatrudnienia. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień eksportowych, przy jednoczesnym spadku składowej dla nowych zamówień ogółem. Wskazuje to, że niższe tempo wzrostu zamówień ogółem wynikało z osłabienia popytu krajowego. Na uwagę zasługuje również obniżenie składowej dla bieżącej produkcji, które było najprawdopodobniej związane z przerwami urlopowymi w fabrykach Volkswagena w Poznaniu i Opla w Gliwicach (por. MAKROpuls z 1.08.2017). Uwzględniając wzrost składowej dotyczącej zatrudnienia, odzwierciedlający optymizm przedsiębiorców dotyczący kształtowania się przyszłej sytuacji gospodarczej uważamy, że spadek indeksu PMI w lipcu był przejściowy. Dane nie zmieniają tym samym naszej prognozy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w III kw. (4,1% r/r wobec 3,9% w II kw.).
- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia w Polsce nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 7,1%.** Po wyeliminowaniu wpływu wahań sezonowych jest to jej pierwszy wzrost (o 0,1 pp.) od kwietnia 2013 r. Dane o bezrobociu sygnalizujące silne wyhamowanie jego spadku przy utrzymującym się silnym popycie na pracę stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy dynamiki płac w gospodarce narodowej. Prognozujemy, że tempo wzrostu wynagrodzeń zwiększy się w 2017 r. do 4,7% r/r (4,5% przed rewizją) wobec 3,8% w 2016 r.
- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro w II kw. zwiększyła się do 0,6% wobec 0,5% w I kw., co było zgodne z oczekiwaniami rynku i powyżej naszej prognozy (0,5%).** Roczne tempo wzrostu gospodarczego wzrosło w II kw. do 2,1% wobec 1,9% w I kw. Opublikowane dane o PKB są wstępnym szacunkiem i nie uwzględniają jego struktury. Uważamy, że źródłem zwiększenia dynamiki PKB w II kw. były wyższe wkłady konsumpcji

prywatnej oraz eksportu netto. Kolejny szacunek PKB w strefie euro w II kw., uwzględniający tempo wzrostu we wszystkich krajach obszaru wspólnej waluty, zostanie opublikowany 16 sierpnia, a dane nt. struktury PKB poznamy 7 września.

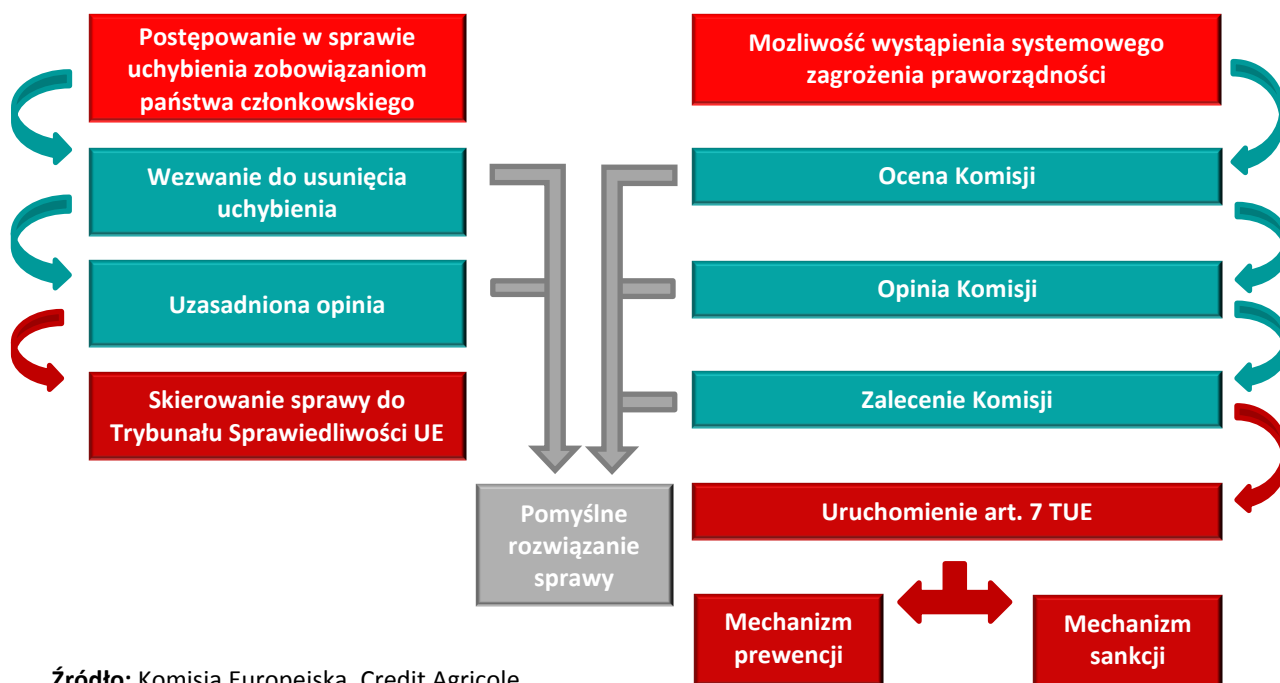
- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 1,3%.** Na jej stabilizację złożyły się nieznacznie wyższe dynamiki cen energii oraz towarów przemysłowych, które zostały skompensowane przez niższe tempo wzrostu cen usług. Dynamika cen żywności nie zmieniła się w porównaniu do czerwca. Oczekujemy, że w roczne tempo wzrostu cen w obszarze wspólnej waluty zmniejszy się w III kw. do 1,3% wobec 1,5% w II kw.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie.** Indeks Caxin PMI zwiększył się w lipcu do 51,1 pkt. wobec 50,4 pkt. w czerwcu. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zapasów). Przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem przy jednoczesnym zwiększeniu składowej dla nowych zamówień eksportowych. Wskazuje to, że w kierunku poprawy koniunktury w chińskim przetwórstwie oddziałuje ożywienie popytu zewnętrznego. Na wolniejsze tempo wzrostu aktywności w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast indeks CFLP PMI, który zmniejszył się w lipcu do 51,4 pkt. wobec 51,7 pkt. w czerwcu. Ubiegłotygodniowe wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy wzrostu PKB w Chinach (6,8% w 2017 r. wobec 6,7% w 2016 r.).
- ✔ **W ostatnich dwóch tygodniach mieliśmy do czynienia z wyraźnym osłabieniem franka szwajcarskiego względem euro.** Uważamy, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu kursu EURCHF były narastające – w ocenie rynków – rozbieżności pomiędzy perspektywami polityki pieniężnej EBC i SNB (Szwajcarskiego Banku Narodowego). Prezes SNB, T. Jordan w ostatnim czasie ponownie poinformował, iż kurs franka szwajcarskiego jest obecnie przewartościowany, a w rezultacie SNB będzie jeszcze przez długi okres prowadził łagodną politykę pieniężną polegającą na utrzymywaniu stóp procentowych na ujemnym poziomie i interwencjach walutowych. Z drugiej strony, rynki w coraz większym stopniu oczekują, że EBC wkrótce ograniczy skalę programu luzowania ilościowego. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki i zakładając, że rozbieżności pomiędzy nastawieniem EBC i SNB będą narastać zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę kursu EURCHF. Uważamy, że wzrośnie on do 1,15 na koniec 2017 r. i 1,18 na koniec 2018 r. Biorąc pod uwagę oczekiwaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN, prognozujemy, że kurs CHFPLN obniży się w analogicznych okresach odpowiednio do 3,62 i 3,45.

✔ Czy spór z Komisją Europejską przyczyni się do osłabienia kursu złotego ?

W styczniu 2016 r. w następstwie m.in. przeprowadzonej przez Sejm zmiany ustawy o Trybunale Konstytucyjnym Komisja Europejska (KE) zdecydowała o zbadaniu sytuacji w Polsce w świetle ram na rzecz umocnienia praworządności. Poniżej przedstawiamy przebieg procedur w ramach tego mechanizmu oraz analizujemy ich możliwy krótko- i średnioterminowy wpływ na polską gospodarkę w przypadku potencjalnej eskalacji konfliktu z KE.

Ramy na rzecz praworządności składają się z trzech etapów. W pierwszym kroku („ocena Komisji”) KE gromadzi i analizuje wszelkie istotne informacje oraz ocenia, czy istnieją wyraźne przesłanki wskazujące na systemowe zagrożenie praworządności. Jeżeli w wyniku tej wstępnej oceny KE uzna, że istnieje systemowe zagrożenie praworządności, rozpoczyna ona dialog z danym państwem członkowskim, wysyłając do niego odpowiednio uzasadnioną „opinię na temat praworządności” i dając mu możliwość udzielenia odpowiedzi. W przypadku Polski taka opinia została wydana w czerwcu 2016 r. Wkrótce po

tym, KE poinformowała, że dalsze kontakty z polskim rządem nie doprowadziły do rozwiania jej obaw. Na drugim etapie („zalecenie KE”), o ile sprawa nadal nie została rozwiązana w sposób zadowalający, KE może skierować do danego państwa członkowskiego „zalecenie w sprawie praworządności”. KE wskazuje w nim, jakie przyczyny leżą u podstaw wyrażonych przez nią obaw, i zaleca, aby państwo członkowskie rozwiązało stwierdzone problemy w wyznaczonym terminie i poinformowało Komisję o działaniach podjętych w tym celu. W przypadku Polski takie zalecenia zostały wydane w lipcu 2016 r. (dotyczące funkcjonowania Trybunału Konstytucyjnego), grudniu 2016 r. (uzupełniające poprzednie zalecenie o kolejne kwestie związane z Trybunałem Konstytucyjnym) oraz w lipcu 2017 r. (uzupełniające poprzednie dwa zalecenia o kwestie związane z uchwaleniem przez Sejm i Senat ustawy o Krajowej Radzie Sądownictwa, ustawy o ustroju sądów powszechnych oraz ustawy o Sądzie Najwyższym). W lipcu br. KE wezwała polski rząd do rozwiązania wyszczególnionych w niniejszym zaleceniu problemów w terminie jednego miesiąca od otrzymania niniejszego zalecenia i do poinformowania Komisji o podjętych w tym celu krokach.



Na trzecim etapie („działania następcze w stosunku do zalecenia Komisji”) KE monitoruje działania podjęte przez dane państwo członkowskie w odpowiedzi na jej zalecenie. W przypadku braku zadowalających działań następczych w wyznaczonym terminie KE może skorzystać z procedury określonej w art. 7 Traktatu o Unii Europejskiej (TUE) i stwierdzić istnienie **wyraźnego ryzyka poważnego naruszenia** („clear risk of a serious breach”) przez państwo członkowskie wartości państwa prawa. Procedura ta może zostać uruchomiona na podstawie uzasadnionego wniosku zgłoszonego przez jedną trzecią państw członkowskich, przez Parlament Europejski lub przez KE. Następnie taki wniosek musi zostać przegłosowany kwalifikowaną większością głosów (4/5) członków Rady Europejskiej. Samo stwierdzenie istnienia wyraźnego ryzyka poważnego naruszenia przez Polskę wartości państwa prawa (tzw. mechanizm prewencji) nie niesie ze sobą jednak konsekwencji w postaci sankcji lub kar finansowych. Dopiero stwierdzenie **poważnego i stałego naruszenia** („serious and persistent breach”) wartości państwa prawa (tzw. mechanizm sankcji) może wiązać się z zawieszeniem niektórych praw Polski wynikających z TUE, łącznie z utratą głosu w Radzie Unii Europejskiej. Do tego konieczna jest jednak jednomyślna decyzja Rady Europejskiej. Biorąc pod uwagę wypowiedzi V. Orbana, premiera Węgier, podkreślającego solidarność z Polską w sporze z UE, taki scenariusz jest obecnie mało prawdopodobny. Oznacza to, że jeśli polski rząd w dalszym ciągu nie zastosuje się do zaleceń KE to bezpośrednie skutki postępowania KE w świetle ram na rzecz umocnienia praworządności ograniczą się

najprawdopodobniej tylko do uruchomienia mechanizmu prewencji. Od 2009 r. KE spotkała się kilkakrotnie z wydarzeniami kryzysowymi w niektórych krajach UE, które ujawniły problemy z praworządnością (np. w Rumunii i na Węgrzech). Mechanizm prewencji i mechanizm sankcji art. 7 TUE do tej pory nie zostały jednak zastosowane ze względu na zastosowanie się państw członkowskich do zaleceń KE. Precedens w przypadku Polski doprowadziłby zatem do dalszego zwiększenia napięć w kontaktach z UE i pogorszenia reputacji Polski na arenie międzynarodowej.

W odrębnym kroku – wobec trwającego dialogu na temat praworządności rozpoczętego przez KE w styczniu 2016 r. oraz uzupełniającego go zalecenia w sprawie praworządności wydanego 26 lipca br. – KE postanowiła wszcząć 29 lipca br. postępowanie w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego. Postępowanie w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego jest mechanizmem dużo częściej stosowanym niż wspomniane wyżej postępowanie w świetle ram na rzecz praworządności. Na koniec 2016 r. w całej Unii Europejskiej toczyło się 1657 otwartych postępowań, z czego 76 dotyczyło Polski. W zdecydowanej większości przypadków postępowania kończą się na etapie rozmów z krajami, w wyniku których dane państwo członkowskie dostosowuje się do zaleceń KE. Jedynie niewielka część spraw zostaje skierowana do Trybunału Sprawiedliwości UE. Spośród otwartych postępowań w toku na koniec 2016 r. we wszystkich krajach UE najwięcej dotyczyło dziedzin takich jak: rynek wewnętrzny, przemysł, przedsiębiorczość i MŚP (270 postępowań), środowisko (269), stabilność finansowa, usługi finansowe i unia rynków kapitałowych (230) oraz mobilność i transport (191).

W tym konkretnym przypadku KE przesłała Polsce wezwanie do usunięcia uchybienia państwa członkowskiego w następstwie opublikowania w Dzienniku Ustaw ustawy o ustroju sądów powszechnych. Główne zastrzeżenie KE w odniesieniu do ustawy dotyczy dyskryminacji ze względu na płeć z powodu wprowadzenia odmiennego wieku przejścia w stan spoczynku dla kobiet (60 lat) i mężczyzn (65 lat) sprawujących urząd sędziowski. Zdaniem KE takie ustalenie jest niezgodne z artykułem 157. Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej oraz dyrektywą w sprawie równości płci w dziedzinie zatrudnienia. KE wyraziła również obawę, że uprawnienie ministra sprawiedliwości do przedłużania kadencji sędziów, którzy osiągnęli wiek emerytalny, jak również do odwoływania i powoływania prezesów sądów może podważyć niezależność polskich sądów. W przesłanym przez Komisję wezwaniu do usunięcia uchybienia zwrócono się do polskiego rządu o udzielenie odpowiedzi w terminie jednego miesiąca. Po zbadaniu odpowiedzi Polski, albo jeżeli w podanym terminie nie wpłyną żadne uwagi, Komisja może wydać tzw. uzasadnioną opinię, co byłoby drugim etapem postępowania w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego. Jeśli Polska nadal nie zastosuje się do opinii KE, może ona wnieść sprawę do Trybunału Sprawiedliwości UE. Jeśli Trybunał Sprawiedliwości UE potwierdzi uchybienie członkowskie Polska będzie zobowiązana podjąć działania, które zapewnią wykonanie zaleceń KE. Jeżeli KE uzna, że Polska nadal nie podjęła środków zapewniających wykonanie wyroku Trybunału, może ona, po uprzednim umożliwieniu Polsce przedstawienia uwag, ponownie wnieść sprawę do Trybunału Sprawiedliwości, wskazując jednocześnie wysokość ryczałtu (jednorazowa płatność) i/lub okresową karę pieniężną do zapłacenia przez Polskę, jaką uzna za odpowiednią do okoliczności. W uzasadnionych przypadkach KE może wnioskować o nałożenie kar pieniężnych już przy pierwszym wyroku Trybunału.

Kwota kary ryczałtowej jest iloczynem tzw. stawki bazowej kary ryczałtowej (230 EUR), współczynnika uwzględniającego możliwości finansowe danego państwa (7,53 w przypadku Polski), współczynnika wagi uchybienia (z przedziału 1-20) oraz liczby dni trwania uchybienia. Zakładając, że w wyniku postępowania w Trybunale kara ryczałtowa została by nałożona na Polskę za rok, a współczynnik wagi uchybienia zostałaby ustalony na poziomie 20, to jej kwota wyniosłaby 12,6 mln EUR (ok. 0,003% PKB Polski).

Okresowa kara pieniężna naliczana jest za każdy dzień zwłoki następujący po wydaniu wyroku. Wysokość okresowej kary pieniężnej wyznaczana jest na podstawie iloczynu stawki bazowej (680 EUR), współczynnika wagi uchybienia, współczynnika uwzględniającego możliwości finansowe danego państwa

członkowskiego oraz współczynnika czasu trwania uchybienia. Czas trwania uchybienia liczy się od daty wydania pierwszego wyroku Trybunału Sprawiedliwości UE do momentu ponownego wniesienia sprawy do Trybunału. W zależności od czasu trwania uchybienia współczynnik ten zmienia się od 1 do 3, zwiększając się o 0,10 na miesiąc, począwszy od daty wydania pierwszego wyroku. Ponownie, zakładając roczny okres zwłoki i współczynnik wagi uchybienia równy 20, suma dziennych kar pieniężnych wyniosłaby 82,2 mln EUR w skali roku (ok. 0,019% PKB).

Zakładając, że nakaz zapłaty kar – wynikający z dłuższego czasu wymaganego przez Trybunał do podjęcia decyzji – zostałyby nałożony na Polskę po upływie 3 lat, to kwota kary ryczałtowej wzrosłaby wtedy do 37,9 mln EUR (0,009% PKB), a wysokość okresowej kary pieniężnej zwiększyłaby się do 112,1 mln EUR w skali roku (0,025% PKB).

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, konsekwencje działań KE zarówno w ramach dialogu na temat praworządności, jak również wszczętego postępowania w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego, w krótkim okresie ograniczą się jedynie do nasilenia napięć w kontaktach z UE. Potencjalne kary finansowe nie przyczynią się naszym zdaniem do istotnego pogorszenia sytuacji gospodarczej Polski. Podobne stanowisko przedstawiła agencja ratingowa Fitch, która poinformowała w ubiegłym tygodniu, iż pogarszające się relacje Polski z Unią Europejską mogą negatywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy Polski i finanse rządu w średnim terminie, jednak jakiegokolwiek reperkusje w krótkim terminie będą ograniczone. W nieco ostrzejszym tonie wypowiedziała się agencja Moody's, zaznaczając, że zmiany w funkcjonowaniu wymiaru sprawiedliwości w Polsce, jak również spory pomiędzy Polską a KE, mogą przyczynić się do pogorszenia klimatu inwestycyjnego w naszym kraju, a w rezultacie również do pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. W połowie lipca, agencja S&P wskazała, iż zaproponowane zmiany w funkcjonowaniu wymiaru sprawiedliwości stanowią potwierdzenie wcześniejszej opinii agencji dotyczącej osłabienia sfery instytucjonalnej oraz pogorszenia funkcjonowania mechanizmów wzajemnej kontroli i równowagi, co miało wpływ na obniżenie ratingu Polski w styczniu 2016 r. Obecnie trudno precyzyjnie stwierdzić, w jaki sposób toczące się procedury unijne zostaną uwzględnione przy ocenie wiarygodności kredytowej Polski. Głównym efektem będzie zmiana tonacji komunikatów agencji na bardziej negatywną. Dostrzegamy ryzyko, że agencja S&P może zmienić perspektywę ratingu Polski na negatywną.

Przedłużająca się procedura uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego lub możliwość uruchomienia mechanizmu prewencji w ramach art. 7 TUE będą czynnikami, które w krótkim okresie będą oddziaływały w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. Wpływ ten będzie jednak ograniczony ze względu na stabilną sytuację makroekonomiczną Polski oraz korzystne perspektywy wzrostu gospodarczego.

W średnim okresie ewentualne narastanie napięcia na linii Polska-UE będzie oddziaływać w kierunku pogorszenia pozycji Polski w negocjacjach dotyczących budżetu unijnego w ramach kolejnej perspektywy finansowej (2021-2027). Może to skutkować wyraźnym zmniejszeniem napływu środków do Polski w ramach programów strukturalnych, co przyczyni się do spadku stopy inwestycji i obniżenia długofalowego tempa wzrostu gospodarczego.

Krajowe dane o bilansie płatniczym mogą umocnić złotego

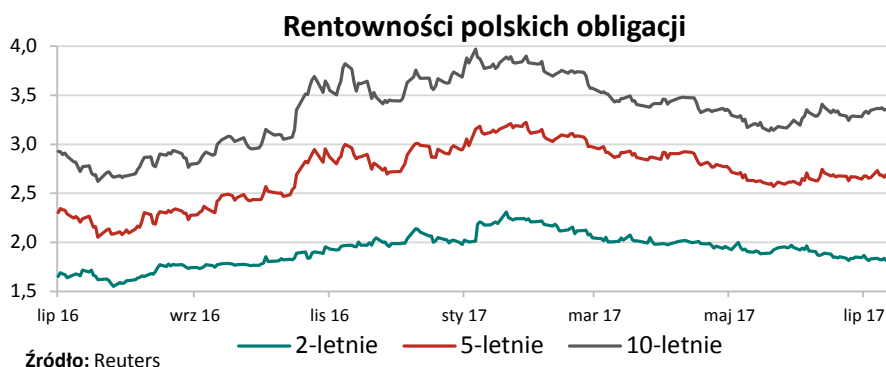


rynku pracy miały ograniczony wpływ na rynek.

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2418 (umocnienie złotego o 0,3%). Od poniedziałku do czwartku kurs złotego charakteryzował się niską zmiennością i oscylował wokół poziomu 4,25. W czwartek i piątek doszło do nieznacznego umocnienia złotego w ślad za obniżeniem globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej spadkiem indeksu VIX. Lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja danych nt. krajowego bilansu płatniczego. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy, dane mogą być lekko pozytywne dla kursu polskiej waluty. Krajowe, finalne dane o inflacji, a także dane o bilansie handlowym w Chinach, będą naszym zdaniem neutralne dla złotego.

Zwiększone ryzyko polityczne podbiło rentowności obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 1,814 (spadek o 2pb), obligacji 5-letnich wzrosły do poziomu 2,689 (wzrost o 3pb), a obligacji 10-letnich zwiększyły się do poziomu 3,357 (wzrost o 1pb). W poniedziałek obserwowany był silny wzrost rentowności polskich obligacji widoczny szczególnie na środkowym

odcinku i długim końcu krzywej. W naszej ocenie wynikało to z zamykania pozycji przez część inwestorów z uwagi na podwyższone ryzyko polityczne w Polsce. Wsparcie dla takiej oceny stanowi zwiększenie spreadu pomiędzy polskimi a węgierskimi obligacjami na środkowym odcinku i długim końcu krzywej. W dalszej części tygodnia ceny polskich obligacji nieznacznie rosnęły, ale nie zdołały odrobić strat z poniedziałku. W czwartek odbyła się aukcja zamiany, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2017 r. i 2018 r. za 5,5 mld zł i sprzedało jednocześnie obligacje o 2-, 5-, 6-, 9- i 10-letnich terminach zapadalności za 5,8 mld zł. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą dochodowości. Dane z amerykańskiego rynku pracy były neutralne dla polskiego rynku długu.

W tym tygodniu stabilizacji cen polskiego rynku długu sprzyjać będzie ubogi kalendarz makroekonomiczny. Uważamy, że krajowe dane o inflacji oraz bilansie płatniczym będą neutralne dla krzywej dochodowości.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17
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*	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,23
Kurs USDPLN*	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,59
Kurs CHFPLN*	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	3,70
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,6	1,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	7,5	7,5
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	1,9	1,9
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	8,0	8,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	5,3	5,3
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,3	4,3
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,0	7,0
Saldo ROB (mln EUR)	-503	-729	-858	172	99	-219	2342	-599	-529	-160	-179	-497	-497	-497
Eksport (r/r, % EUR)	-5,3	9,3	3,1	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	14,5	7,5	7,5	7,5
Import (r/r, % EUR)	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	19,1	13,8	13,8	13,8

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2016	2017	2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,0	3,9	4,1	4,1	3,4	3,8	3,6	3,9	2,7	4,0	3,7	
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,5	3,2	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,8	3,8	3,2	
Inwestycje (% r/r)	-0,4	2,7	6,1	8,2	8,8	6,8	5,2	4,1	-7,9	5,4	5,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,3	8,5	9,6	10,1	8,1	7,2	8,8	8,9	9,0	9,1	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	9,4	10,6	11,7	10,1	9,1	8,1	7,9	8,9	10,1	8,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,6	1,9	1,5	2,1	2,0	1,8	1,6	2,3	2,2	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,5	1,1	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	-1,6	1,0	1,0
	Eksport netto (pp.)	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	0,6	0,7	0,3	-0,2	0,0
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-1,3	-1,2	-1,0	-0,2	-0,5	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	8,1	7,1	7,0	7,3	7,6	6,8	6,6	7,3	8,3	7,3	7,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,1	1,5	1,3	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	4,5	5,3	5,0	5,2	5,5	5,7	5,8	3,8	4,7	5,5	
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	2,0	1,9	1,3	1,6	1,3	1,3	-0,6	2,0	1,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,90	1,98	1,73	1,73	1,98	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,75	
EURPLN**	4,23	4,23	4,18	4,16	4,15	4,12	4,10	4,07	4,40	4,16	4,07	
USDPLN**	3,97	3,70	3,57	3,53	3,52	3,46	3,42	3,36	4,18	3,53	3,36	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.08.2017r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	1,2		0,2
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Sierpień	28,3		27,8
Wtorek 08.08.2017r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Lipiec	42,8	43,50	46,1
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Czerwiec	20,3		21,0
Środa 09.08.2017r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	5,5	5,7	5,5
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	1,5	1,9	1,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Czerwiec	0,6		0,6
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Czerwiec	-0,5		0,0
Piątek 11.08.2017r.						
14:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	1,5	1,6	1,6
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Czerwiec	-179	-497	-848
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Lipiec	0,0	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Lipiec	0,1	0,2	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