

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z lipcowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótkookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA (w tym przede wszystkim oczekiwanego kształtowania się inflacji) oraz prawdopodobnego terminu kolejnej podwyżki stóp procentowych. Publikacja *Minutes* może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, jednak najprawdopodobniej nie dostarczy ona nowych informacji, które zmieniłyby nasz scenariusz stopniowej normalizacji polityki monetarnej w USA. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że na posiedzeniu we wrześniu FED ogłosi plan ograniczenia bilansu począwszy od października, w grudniu podniesie stopy procentowe o 25 pb.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w lipcu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,4% w czerwcu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Prognozujemy również, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zwiększyła się w lipcu do 0,2% m/m z -0,2% w czerwcu ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1236 tys. w lipcu wobec 1215 tys. w czerwcu) oraz pozwoleń na budowę (1255 tys. wobec 1275 tys.). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks NY Empire State zmniejszył się do 9,5 pkt. w sierpniu wobec 9,8 pkt. w lipcu, z kolei indeks Philadelphia FED zwiększył się do 22,0 pkt. wobec 19,5 pkt. w lipcu. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się w sierpniu do 93,5 pkt. wobec 93,4 pkt. w lipcu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane ze strefy euro.** W środę opublikowany zostanie drugi szacunek tempa wzrostu gospodarczego w euro. Oczekujemy, że nie zmienił się on w porównaniu do wstępnego szacunku i wyniósł 0,6% kw./kw. w II kw. wobec 0,5% w I kw. Struktura wzrostu nie zostanie opublikowana. Uważamy, że źródłem zwiększenia dynamiki PKB w II kw. były wyższe wkłady konsumpcji oraz eksportu netto. We wtorek poznamy kwartalne tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech w II kw., które naszym zdaniem nie zmieniło się w porównaniu do I kw. i wyniosło 0,6%. Wyniki badań koniunktury (PMI) w Niemczech opublikowane w okresie kwiecień-czerwiec stanowią ryzyko w górę dla naszej niższej od konsensusu rynkowego (0,7%) prognozy. Uważamy, że publikacja danych o PKB w strefie euro i Niemczech nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków finansowych.
- **Dzisiaj opublikowane zostały istotne dane z chińskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 6,4% r/r w lipcu z 7,6% w czerwcu, sprzedaży detalicznej do 10,4% z 11,0%, a inwestycji w aglomeracjach miejskich do 8,3% r/r z 8,6%, co było poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 7,2%, 10,8% i 8,6%). Dzisiejsze dane wskazujące na obniżenie tempa wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce mogą oddziaływać w kierunku dalszego zwiększenia światowej awersji do ryzyka. W efekcie są one negatywne dla złotego.
- **W środę poznamy wstępny szacunek PKB w Polsce w II kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB zmniejszyła się do 3,9% r/r z 4,0% w I kw. W kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego oddziaływały niższe wkłady konsumpcji i eksportu netto. Wyższa kontrybucja inwestycji oddziaływała w przeciwnym kierunku. Publikacja danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków finansowych.
- **W czwartek poznamy lipcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia w lipcu nie zmieniła się w porównaniu do czerwca i wyniosła 4,3% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się w lipcu do 5,3% r/r wobec 6,0% w czerwcu, ze względu na ustąpienie efektu przesunięć zmiennych składników wynagrodzenia w górnictwie. Publikacja danych o


zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- **W piątek opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w lipcu do 7,5% r/r wobec 4,5% w czerwcu. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej w lipcu zwiększyło się do 8,0% r/r wobec 6,0% w czerwcu. W kierunku zwiększenia tempa wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko negatywny dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Inflacja CPI w USA nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 0,1% m/m, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (0,2%).** W ujęciu rocznym ceny konsumenckie zwiększyły się o 1,7% r/r wobec wzrostu o 1,6% w czerwcu, co było poniżej oczekiwań rynku (1,8%). Inflacja bazowa nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 0,1% m/m oraz 1,7% r/r, przy oczekiwaniach równych odpowiednio 0,2% m/m oraz 1,7% r/r. Czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji były niższe niż w czerwcu miesięczne dynamiki cen samochodów oraz wynajmu. Publikacja niższych od konsensusu rynkowego danych dotyczących inflacji w USA osłabiła oczekiwania inwestorów, że w grudniu FED dokona kolejnej podwyżki stóp procentowych, co jest czynnikiem pozytywnym dla kursu euro względem dolara, a także kursów walut rynków wschodzących. Uważamy jednak, że poprawiająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy będzie w najbliższych miesiącach oddziaływała w kierunku narastania presji inflacyjnej w amerykańskiej gospodarce. Tym samym podtrzymujemy nasz krótkoterminowy scenariusz dla polityki pieniężnej FED (patrzy wyżej).
- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w lipcu do 1,7% r/r wobec 1,5% w czerwcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Zwiększenie inflacji (o 0,2 pp.) wynikało z wyższej dynamiki cen w kategorii "żywność i napoje bezalkoholowe" (por. MAKROpuls z 11.08.2017). Zgodnie z naszymi szacunkami inflacja bazowa nie zmieniła się w lipcu w stosunku do czerwca i wyniosła 0,8% r/r. Niska inflacja bazowa świadczy o braku presji inflacyjnej. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy inflacji w 2018 r. (1,4% wobec 2,0% w 2017 r.) Dodatkowym czynnikiem ograniczającym wzrost cen w przyszłym roku będą efekty wysokiej bazy w przypadku cen żywności. Jest to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do listopada 2018 r.
- **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększył się w czerwcu do 932 mln EUR z 298 mln EUR w maju.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższego salda dochodów pierwotnych (o 825 mln EUR niższe niż w maju), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe salda usług oraz obrotów towarowych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 113 mln EUR, 50 mln EUR i 28 mln EUR wyższe niż w maju). Zgodnie z komunikatem NBP główną przyczyną silnego obniżenia salda dochodów pierwotnych było niższe saldo z dochodów inwestycji będące konsekwencją m.in. wypłaty dywidend. Dynamika eksportu zmniejszyła się w czerwcu do 8,7% r/r wobec 16,2% w maju, a dynamika importu spadła do 15,0% r/r wobec 21,4%. Niższe tempo wzrostu importu oraz eksportu wynikało przede wszystkim z oddziaływania efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Szacujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszyła się w II kw. do -0,5% wobec 0,1% w I kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Nadwyżka niemieckiego handlu zagranicznego zwiększyła się w czerwcu do 21,2 mld EUR wobec 20,3 mld w maju. Eksport spadł w czerwcu o 2,8% m/m wobec wzrostu 1,5% w maju (pierwszy spadek od

grudnia 2016 r., a import zmniejszył się w czerwcu o 2,8% m/m wobec wzrostu o 1,3% w maju (pierwszy spadek od lutego br.). Obniżyła się również produkcja przemysłowa, która zmniejszyła się w czerwcu o 1,1% m/m wobec wzrostu o 1,2% w maju, co jest jej pierwszym spadkiem od grudnia 2016 r. Jej spadek wynikał z niższej produkcji w przetwórstwie oraz w budownictwie. Czerwcowe dane wskazujące na wyraźne obniżenie aktywności w niemieckim handlu zagranicznym oraz przemyśle stanowią zaskoczenie w świetle czerwcowych wyników badań koniunktury w niemieckim przetwórstwie (PMI), które sygnalizowały utrzymujące się wysokie tempo wzrostu bieżącej produkcji oraz nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych. Należy jednak pamiętać, że miesięczne dane nt. handlu zagranicznego oraz produkcji przemysłowej charakteryzują się wysoką zmiennością. W efekcie jest zbyt wcześnie aby stwierdzić, czy spadek aktywności w niemieckim przetwórstwie jest trwały. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą tempo wzrostu niemieckiego PKB w 2017 r. wzrośnie do 1,9% wobec 1,8% w 2016 r.

 **Nadwyżka w chińskim bilansie handlowym zwiększyła się w lipcu do 46,7 mld USD wobec 42,8 mld USD w czerwcu.** Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się w lipcu do 7,2% r/r wobec 11,3% w czerwcu, a dynamika importu spadła do 11,0% w lipcu wobec 17,2% w czerwcu, co było wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (10,9% w przypadku dynamiki eksportu oraz 16,6% w przypadku dynamiki importu). Uwzględniając wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie za lipiec, sygnalizujące silny wzrost nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych, obniżenie aktywności w chińskim handlu zagranicznym ma najprawdopodobniej przejściowy charakter. W efekcie, ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy wzrostu PKB w Chinach (6,8% w 2017 r. wobec 6,7% w 2016 r.).

Jaki będzie wpływ ustawy frankowej na sektor bankowy i gospodarkę ?

Dwa tygodnie temu prezydent A. Duda złożył do Sejmu projekt tzw. „ustawy frankowej”. Projekt ustawy zakłada wyodrębnienie z istniejącego Funduszu Wsparcia Kredytobiorców dwóch funduszy: Funduszu Wspierającego oraz Funduszu Restrukturyzacyjnego. Poniżej przedstawiamy oszacowanie wpływu rozwiązania zaproponowanego przez prezydenta na wynik sektora bankowego oraz ocenę jego oddziaływania na sytuację gospodarczą w Polsce.

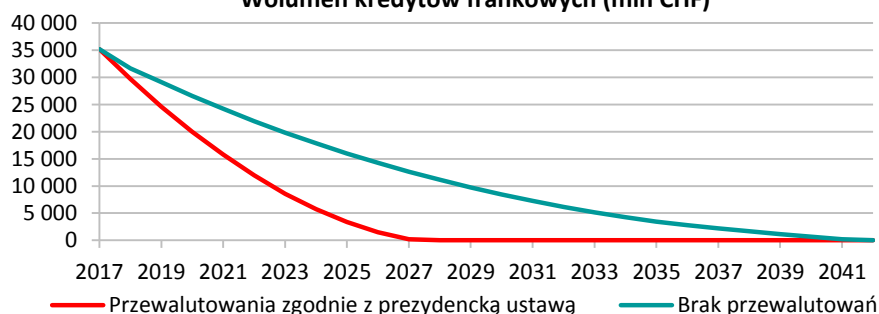
Fundusz Wspierający z dniem wejścia ustawy w życie zostanie zasilony obecnymi środkami Funduszu Wsparcia Kredytobiorców (jest to ok. 600 mln zł) oraz będzie finansowany ze składek banków. Nie będą mogły one przekraczać kwartalnie 1% wartości ich portfela hipotecznych kredytów walutowych, których opóźnienie w spłacie kapitału i odsetek przekracza 90 dni. Zgodnie z danymi Biura Informacji Kredytowej, na koniec czerwca br. ok. 1,3% kredytów mieszkaniowych w CHF było opóźnionych w spłacie powyżej 90 dni o łącznej kwocie 3,36 mld zł. Oznacza to, że wpływ wprowadzenia tej składki na wynik sektora bankowego byłby ograniczony i wyniósłby maksymalnie 134,4 mln zł w skali roku (1,0% wyniku netto za 2016 r.). Środki z Funduszu Wspierającego będą przeznaczone 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).

Środki drugiego funduszu (Funduszu Restrukturyzacyjnego) będą przeznaczone na pokrycie strat poniesionych przez banki w wyniku konwersji kredytów walutowych na kredyty nominowane w złotych. Fundusz ten będzie zasilany składkami banków, które kwartalnie nie mogą przekraczać 0,5% wartości bilansowej ich portfela kredytów walutowych. W celu oceny skutków wprowadzenia regulacji w kolejnych latach posłużyliśmy się modelem symulacyjnym. Termin wprowadzenia w życie ustawy, jej

ostateczny kształt oraz jej wpływ na sytuację gospodarczą charakteryzują się dużą niepewnością. Na potrzeby naszej analizy przyjęliśmy następujące założenia:

- ✓ Ustawa wejdzie w życie 1 stycznia 2018 r., ale początkowy wolumen walutowych kredytów mieszkaniowych przyjęliśmy zgodnie z poziomem z czerwca br.
- ✓ Wpłaty składek banków do funduszu i restrukturyzacja kredytów walutowych będą następowały raz w roku (na koniec grudnia). W każdym roku całość składek zostanie wykorzystana.
- ✓ Stawka używana do obliczenia składki banków nie ulegnie zmianie w kolejnych latach i będzie wynosiła 2% wartości bilansowej ich portfela kredytów walutowych.
- ✓ Oczekujemy umocnienia złotego względem euro (stopniowy spadek kursu EURPLN do 3,85 na koniec 2023 r.) i jedoczesnego wzrost kursu EURCHF do poziomu 1,26 na koniec 2023 r. W kolejnych latach kursy EURPLN i EURCHF ustabilizują się na tych poziomach. Oznacza to, że kurs CHFPLN będzie stopniowo obniżał się do poziomu 3,06.
- ✓ Ustawa przewiduje możliwość skorzystania ze środków w ramach Funduszu Restrukturyzacji tylko w przypadku przewalutowania po niższym kursie złotego niż ten zastosowany przez kredytodawcę przy wypłacie tego kredytu. W przypadku większości kredytów mieszkaniowych nominowanych w euro, w horyzoncie kilku lat kurs EURPLN, po którym zostały one udzielone będzie niższy od bieżącego. Dlatego w uproszczeniu założyliśmy, że kredyty nominowane w euro w ogóle nie będą restrukturyzowane z użyciem środków Funduszu. Przewalutowane zostaną tylko kredyty nominowane we frankach szwajcarskich. Zakładamy, że wszyscy kredytobiorcy podejmą decyzję o przewalutowaniu.
- ✓ Zgodnie z projektem ustawy restrukturyzacja kredytów będzie dobrowolna, a kolejność przewalutowania poszczególnych kredytów może być rekomendowana przez Komisję Nadzoru Finansowego. Można przypuszczać, że KNF w pierwszej kolejności zarekomenduje przewalutowanie kredytów z dużym współczynnikiem LtV (Loan to Value) lub DTI lub zaleci restrukturyzację kredytów, w przypadku których występuje duże opóźnienie spłat. W naszej analizie nie zakładamy jednak priorytetowego działania w przypadku niektórych segmentów kredytów.
- ✓ Uważamy, że kredyty zostaną przewalutowane z wykorzystaniem kursu, po którym zostały udzielone. Ze względu na niemożność ustalenia kolejności przewalutowania kredytów i konkretnych kursów walutowych, na potrzeby naszej symulacji w uproszczeniu założyliśmy, że wszystkie kredyty zostaną przewalutowane z użyciem przeciętnego kursu, po którym zostały udzielone wszystkie kredyty frankowe. Na podstawie danych KNF szacujemy, że taki kurs złotego wyniósł 2,42 wobec franka szwajcarskiego.
- ✓ Założyliśmy, że wszystkie kredyty są spłacane zgodnie z mechanizmem stałej raty kapitałowej. Zgodnie z tendencjami obserwowanymi w ostatnich latach przyjęliśmy, że w pierwszym roku obowiązywania ustawy suma rat kapitałowych kredytobiorców wyniesie 2,5 mld CHF. W kolejnych latach będzie się ona stopniowo zmniejszać, co będzie wynikało z całkowitej spłaty coraz większej liczby kredytów oraz dokonanego przewalutowania. Kształtowanie się rocznej sumy rat kapitałowych w czasie zostało obliczone na podstawie obecnej struktury portfela kredytów walutowych pod względem terminu zapadalności. Następnie zostało ono skorygowane o zachodzący jednocześnie proces przewalutowania kredytów.

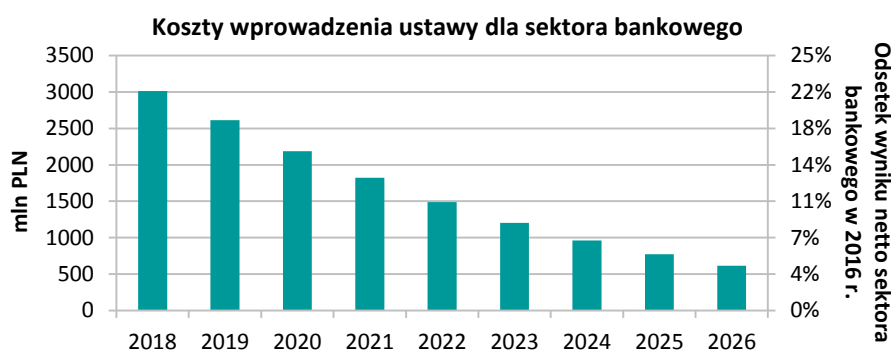
Wolumen kredytów frankowych (mln CHF)



Źródło: Credit Agricole

Gdyby ustawa zaproponowana przez prezydenta nie została uchwalona, kredyty frankowe zostałyby w dominującym stopniu (84,4% obecnego wolumenu) spłacone w ciągu 30 lat. W przypadku niektórych z nich, pozostały okres kredytowania to

więcej niż 35 lat. Zgodnie z przyjętymi powyżej założeniami wprowadzenie rozwiązania prezydenta przyczyniłoby się do znaczącego skrócenia tego okresu. Na podstawie naszej symulacji szacujemy, że wolumen kredytów frankowych obniżyłby się do zera po 10 latach od obowiązywania ustawy. Szacunek ten jest obciążony dużą niepewnością związaną z przyjętymi przez nas założeniami. Należy również zauważyć, że jest to szacunek skrajny zakładający przewalutowanie przez wszystkich klientów. Bardziej prawdopodobny jest scenariusz, w którym część kredytobiorców nie zdecyduje się na taką operację. Według raportu Polityki Insight, opracowanego na podstawie danych KNF i Diagnozy Społecznej, dla 77,8% posiadaczy kredytów we frankach wysokość miesięcznej raty kredytu jest mniejsza niż 30% dochodów domowego budżetu. Oznacza to, że w większości przypadków obsługa spłat kredytu nie sprawia im trudności. W takim wariancie proces spłacania kredytów wydłuży się w porównaniu do tego wynikającego z naszej symulacji.



W pierwszym roku obowiązywania ustawy wpłaty do Funduszu Restrukturyzacji będą wiązały się z obciążeniem dla sektora bankowego w wysokości 3,0 mld zł., co stanowi ok. 21,7% wyniku netto sektora bankowego w 2016 r. W kolejnych latach koszty dla banków będą się stopniowo zmniejszały wraz ze spadkiem wartości portfela kredytów walutowych. Od

czwartego roku obowiązywania regulacji (2021) będą one niższe niż 2,0 mld zł, a od siódmego roku (2024) niższe niż 1,0 mld zł. Tak jak zaznaczyliśmy powyżej, jest to szacunek skrajny – najbardziej niekorzystny dla banków. Można oczekiwać, że jeżeli Rada Funduszu zaobserwuje, że ze strony klientów nie ma zainteresowania przewalutowaniem to składki banków zostaną zmniejszone lub nastąpi zawieszenie działalności Funduszu.

Prezydencki projekt ustawy spotkał się z 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. Zakładamy, że w przypadku uchwalenia ustawy zaproponowanej przez prezydenta pozostałe debatowane rozwiązania kwestii kredytów walutowych (np. ustawa antyspreadowa) nie zostaną wprowadzone w życie. Nasze oczekiwania są spójne z wypowiedzią przewodniczącego KNF, M. Chrzanowskiego, który zaznaczył, że „nowy projekt powinien być substytutem dotychczasowych propozycji rozwiązań”.

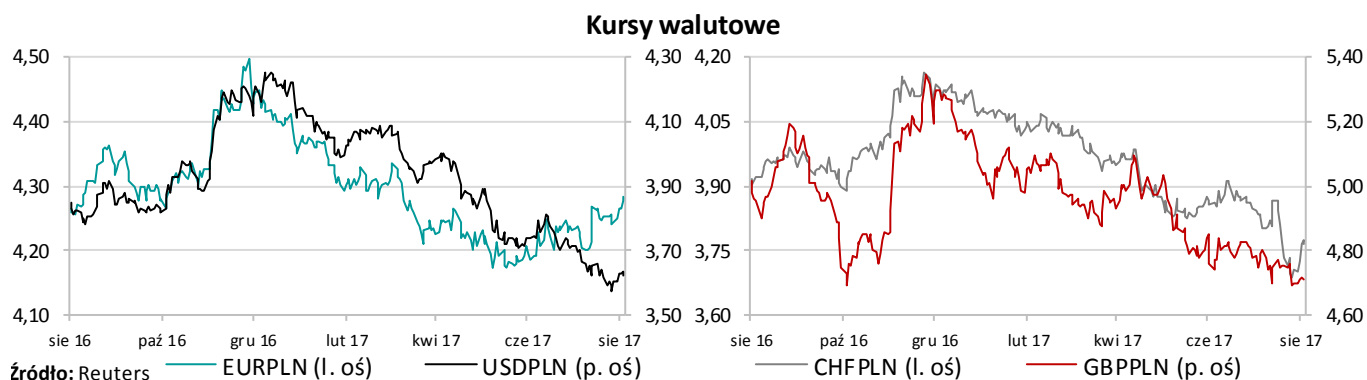
Proces przewalutowania kredytów będzie również oddziaływał w kierunku szybszego zmniejszenia zadłużenia zagranicznego sektora bankowego (spadek pasywów w CHF). Na podstawie wyników naszej symulacji, szacujemy, że w 2028 r. – po przewalutowaniu wszystkich kredytów – zadłużenie zagraniczne sektora bankowego byłoby niższe o 34,0 mld zł (14,3% obecnej wartości) w porównaniu do scenariusza bez ich konwersji. W efekcie zadłużenie zagraniczne Polski w relacji do PKB byłoby o ok. 1,1 pkt. proc. niższe niż w przypadku scenariusza bez przewalutowania kredytów. Biorąc pod uwagę, że zmniejszenie zadłużenia będzie materializowało się stopniowo, a skala jego spadku będzie niewielka w porównaniu do obecnego stanu (117,4% PKB na koniec 2016 r.), uważamy, że wynikający z niego pozytywny wpływ na ratingi długoterminowego zadłużenia Polski i kurs złotego będzie ograniczony.

W naszej ocenie uchwalenie ustawy frankowej w postaci zaproponowanej przez prezydenta nie doprowadziłoby do zagrożenia stabilności sektora bankowego, jak również do istotnego zmniejszenia akcji kredytowej, czy zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego. W swoich raportach główne agencje

ratingowe zaznaczały, że potencjalne wprowadzenie tzw. ustawy antyspreadowej (wiążącej się z jednorazowym kosztem dla sektora bankowego w wysokości ok. 9 mld zł) nie powinno przyczynić się do pogorszenia stabilności sektora. Dlatego oczekujemy, że propozycja prezydenta, której skutkiem będą wyższe (w analizowanym scenariuszu wyniosłyby one w sumie 14,7 mld zł), ale rozłożone w czasie koszty dla banków, nie będzie miała istotnego wpływu na oceny wiarygodności kredytowej Polski przez agencje ratingowe. Jednocześnie dostrzegą one zapewne zarysowany powyżej korzystny wpływ przewalutowania na wysokość zadłużenia zagranicznego Polski.

Biorąc pod uwagę wyniki naszej analizy skłaniamy się do wniosku, że wpływ ewentualnego przyjęcia ustawy frankowej w kształcie zaproponowanym przez prezydenta na wiarygodność kredytową Polski, kurs złotego i rentowności obligacji nie będzie znaczący. W konsekwencji, podtrzymujemy naszą prognozę spadku kursu EURPLN do 4,07 na koniec 2018 r.

Wzrost ryzyka geopolitycznego negatywny dla złotego

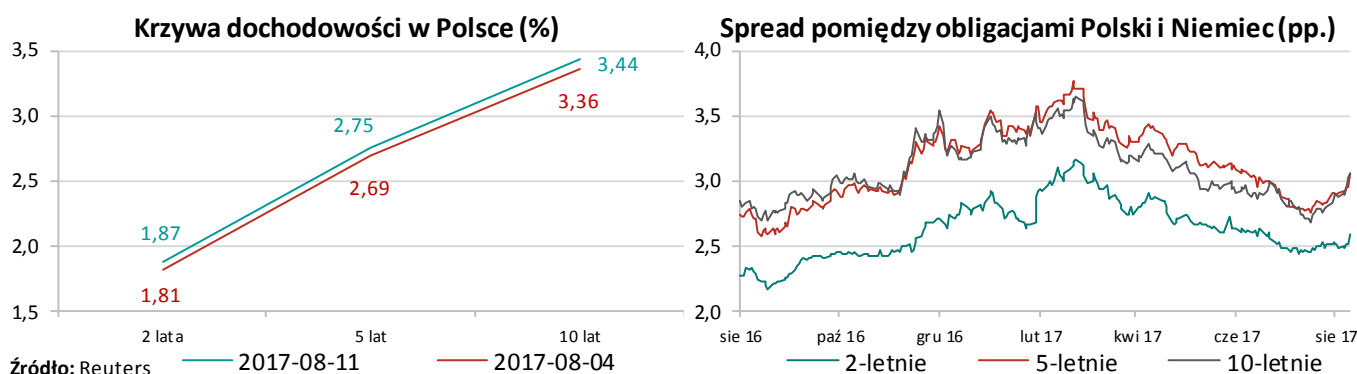


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2847 (osłabienie złotego o 1,0%). Przez cały ubiegły tydzień złoty oraz inne waluty rynków wschodzących traciły na wartości. Było to związane z silnym wzrostem awersji do ryzyka w reakcji na zaostrzenie retoryki D. Trumpa względem Korei Północnej, sugerujące gotowość Stanów Zjednoczonych do wojskowej konfrontacji z tym krajem. Znalazł on odzwierciedlenie w silnym wzroście indeksu VIX do najwyższego poziomu od listopada 2016 r. (wybory prezydenckie w USA). Wyższa niepewność na rynku oddziaływała w kierunku odpływu kapitału z rynków wschodzących na rynki bazowe (tzw. *safe heaven*). Czynniki lokalne (krajowe dane o inflacji oraz bilansie płatniczym) były neutralne dla rynku. Podobne tendencje obserwowane były również w przypadku kursów USDPLN, CHFPLN oraz GBPPLN. Osłabienie złotego względem franka szwajcarskiego było relatywnie większe niż w przypadku innych walut, co wynikało z umocnienia franka szwajcarskiego względem euro. Spadek kursu EURCHF wynikał z korekty po umocnieniu euro względem franka dwa tygodnie temu związanej z narastającymi – w ocenie inwestorów – rozbieżności pomiędzy perspektywami polityki pieniężnej EBC i SNB (por. MAKROmapa z 07.08.2017). Korekta była dodatkowo wspierana przez wspomniany wyżej wzrost awersji do ryzyka i związane z nim zwiększenie popytu na aktywa nominowane w CHF.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego pozostaną nastroje na światowych rynkach finansowych, kształtowane przez dalszy rozwój sytuacji na linii USA-Korea Północna. Ewentualne narastanie napięcia w relacjach pomiędzy tymi krajami będzie oddziaływało w kierunku wzrostu awersji do ryzyka i dalszego osłabienia polskiej waluty. W warunkach niskiej płynności na krajowym rynku walutowym z uwagi na długi weekend, na początku tygodnia kurs złotego może charakteryzować się relatywnie wysoką zmiennością. Utrzymaniu się zmienności kursu polskiej waluty może sprzyjać również publikacja *Minutes FOMC*, która z uwagi na brak konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu FOMC może dostarczyć nowych informacji dotyczących perspektyw polityki monetarnej w USA. Czynnikiemami

lokalnymi, które mogą mieć istotny wpływ na kurs złotego, będą zaplanowane na piątek publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszej niższej od oczekiwań rynkowych prognozy produkcji przemysłowej, sumaryczny wpływ publikacji tych danych może być lekko negatywny dla kursu polskiej waluty. Pozostałe dane ze światowej gospodarki (wstępny szacunek PKB w krajach strefy euro, liczne dane z realnej sfery gospodarki oraz wyniki badań koniunktury w USA), podobnie jak pozostałe krajowe publikacje (wstępny szacunek PKB oraz zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały w naszej ocenie istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Atrakcyjne ceny polskiego długu mogą ograniczyć dalszy wzrost rentowności



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,872 (wzrost o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,752 (wzrost o 6pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,439 (wzrost o 8pb). Przez cały ubiegły tydzień obserwowany był odpływ kapitału z polskiego rynku długu oraz innych rynków wschodzących. Było to efektem silnego zwiększenia awersji do ryzyka w reakcji na zaostrzenie retoryki D. Trumpa względem Korei Północnej, sugerujące gotowość Stanów Zjednoczonych do wojskowej konfrontacji z tym krajem. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wzrost indeksu VIX do najwyższego poziomu od listopada 2016 r. (wybory prezydenckie w USA). W konsekwencji na całej długości krzywej dochodowości obserwowany był wzrost rentowności polskich obligacji oraz zwiększenie ich spreadów względem rynków bazowych. Wzrost spreadu obserwowany był również względem obligacji węgierskich, co potwierdza relatywny wzrost premii za ryzyko towarzyszące inwestowaniu w aktywa nominowane w złotych, sygnalizowany wcześniej przez spadek kursu złotego względem forinta (w piątek na zamknięciu kurs złotego względem forinta był najniższy od stycznia br.). Relatywnie silniejszym spadkiem cen polskiego długu sprzyjała również niższa aktywność krajowych inwestorów z uwagi na zbliżający się dług weekend.

Na początku tygodnia polski rynek długu będzie charakteryzował się bardzo niską płynnością z uwagi na dług weekend. W dalszej części tygodnia, w przypadku dalszego narastania napięcia na linii USA-Korea Północna, oczekujemy kontynuacji wzrostu rentowności polskich obligacji. Będzie on jednak ograniczany przez atrakcyjne ceny polskiego długu, które mogą sprzyjać popytowi ze strony inwestorów o niższej awersji do ryzyka. W środę w kierunku wzrostu zmienności rentowności polskich obligacji może oddziaływać publikacja *Minutes* z lipcowego posiedzenia FOMC, która z uwagi na brak konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu FOMC może dostarczyć nowych informacji dotyczących perspektyw polityki monetarnej w USA. Wśród czynników lokalnych istotnych dla polskiego rynku długu będą w naszej ocenie krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszej prognozy produkcji przemysłowej, która kształtuje się poniżej oczekiwań rynku, sumaryczny wpływ tych danych może być lekko pozytywny dla cen polskich obligacji. Pozostałe dane z rynków bazowych (wstępny szacunek PKB w krajach strefy euro, a także liczne dane z realnej sfery gospodarki oraz wyniki badań koniunktury w USA), podobnie jak pozostałe krajowe publikacje (wstępny szacunek

PKB oraz zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie powinny spotkać się ze znaczącą reakcją rynku.

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	1,7	1,7
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	-298	-932		
Eksport (r/r, % EUR)	-5,3	9,3	3,1	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	16,2	8,7		
Import (r/r, % EUR)	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	21,4	15,0		

* 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	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,5	1,1	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	-1,6	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
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,5	-0,4	-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	5,0	5,3	5,0	5,2	5,5	5,7	5,8	3,8	4,9	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 14.08.2017r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Lipiec	11,0		10,8
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Lipiec	7,6		7,2
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Lipiec	8,6		8,6
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	1,3		-0,5
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Lipiec	0,8	0,8	0,8
Wtorek 15.08.2017r.						
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,6	0,6	0,7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	-0,2	0,3	0,4
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	9,8	9,5	10,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Czerwiec	0,3		0,4
Środa 16.08.2017r.						
10:00	Polska	PKB (% r/r)	II kw.	4,0	3,9	3,8
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,6	0,5	0,6
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Lipiec	1215	1235	1220
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Lipiec	1275	1255	1248
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Lipiec			
Czwartek 17.08.2017r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	1,3	1,3	1,3
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Lipiec	4,3	4,3	4,3
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Lipiec	6,0	5,3	5,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	240		240
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Sierpień	19,5	22,0	18,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	0,4	0,3	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Lipiec	76,6	76,8	76,7
Piątek 18.08.2017r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Czerwiec	30,1		
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Lipiec	6,0	8,0	7,5
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	1,8	1,9	1,9
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Lipiec	4,5	7,5	8,4
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Sierpień	93,4	93,5	94,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters



Jakub BOROWSKI
 Główny Ekonomista
 tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI
 Starszy Ekonomista
 tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
 Ekonomista
 tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczonych komentarzy i opinii.