






W tym tygodniu

- **W piątek opublikowane zostaną dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 210 tys. osób w lipcu wobec 233 tys. w czerwcu, przy jednoczesnym nieznacznym wzroście stopy bezrobocia do 5,4% z 5,3% przed miesiącem. Mniejszy przyrost zatrudnienia i wzrost stopy bezrobocia będą zgodne z lekkim pogorszeniem nastrojów obserwowanym w badaniach koniunktury przedsiębiorców i konsumentów. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 220 tys. wobec 237 tys. w czerwcu). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury przedsiębiorstw w USA. Prognozujemy, że indeks ISM w przetwórstwie zmniejszył się do 53,3 pkt. w lipcu wobec 53,5 pkt. w czerwcu, co będzie spójne z mieszanymi sygnałami płynącymi z regionalnych wskaźników koniunktury. Zagregowany wpływ danych z USA będzie naszym zdaniem oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w Niemczech.** Prognozujemy, że jej dynamika zwiększyła się do 0,3% m/m w czerwcu wobec 0,0% w maju. Oczekujemy, że reakcja rynków na tę publikację będzie ograniczona. Dane o produkcji będą stanowić wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy się do 0,4% w II kw. z 0,3% w I kw.
- **Dzisiaj opublikowany został finalny odczyt indeksu PMI w chińskim przetwórstwie.** Zmniejszył się on z 49,4 pkt. w czerwcu do 47,8 pkt. w lipcu (rewizja w dół z 48,2 pkt. we wstępnym odczycie). Jest to tym samym najsilniejszy spadek indeksu w stosunku do poprzedniego miesiąca od lipca 2013 r. W strukturze danych na uwagę zasługuje pogorszenie zarówno popytu wewnętrznego jak i zewnętrznego, co znalazło odzwierciedlenie w niższych składowych dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz nowych zamówień eksportowych. Dane sygnalizują tym samym ryzyko w dół dla naszej prognozy chińskiego PKB, zgodnie z którą w III kw. jego roczna dynamika zwiększy się do 7,1% wobec 7,0% w II kw. Uważamy, że Ludowy Bank Chin zdecyduje się na dodatkową stymulację chińskiej gospodarki i w III kw. obniży stopę rezerw obowiązkowych o 50 bp do 18,0%. Oczekujemy, że pozostałe stopy Ludowego Banku Chin pozostaną na niezmiennym poziomie. Dzisiejsza publikacja chińskiego indeksu PMI jest naszym zdaniem lekko negatywna dla kursu złotego.
- **Dzisiaj opublikowane zostały lipcowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie przemysłowym (PMI) wzrósł w lipcu do 54,5 pkt. wobec 54,3 pkt. w czerwcu, co było powyżej naszej prognozy (53,5 pkt.) i konsensusu rynkowego (54,1 pkt.). Wyniki badań koniunktury sygnalizują, iż tempo wzrostu aktywności gospodarczej w przetwórstwie pozostało w lipcu na umiarkowanie wysokim poziomie.

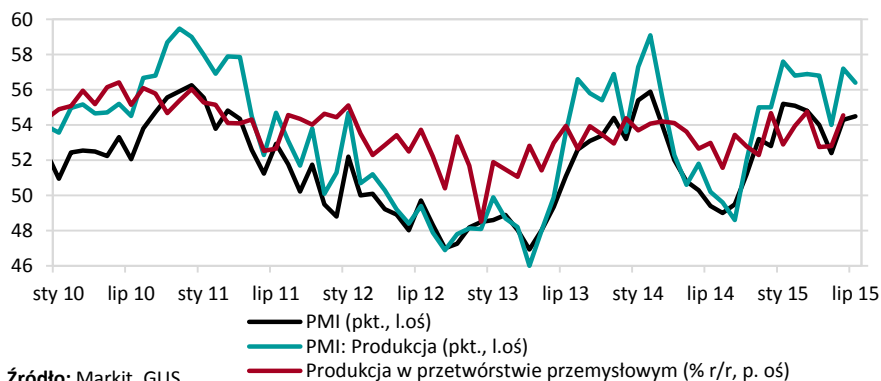
W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Utrzymana została również dotychczasowa formuła *forward guidance*: „Rezerwa przewiduje, że odpowiednim terminem pierwszej podwyżki stóp procentowych będzie moment, w którym zaobserwuje ona dalszą poprawę na rynku pracy oraz będzie przekonana, że inflacja powróci do celu na poziomie 2% w średnim okresie”. Przedstawiona w komunikacie ocena sytuacji gospodarczej USA była nieznacznie korzystniejsza niż ta sformułowana na poprzednim posiedzeniu. Uważamy, że publikacje danych makroekonomicznych w najbliższych dwóch miesiącach (w szczególności raporty z rynku pracy i finalny odczyt PKB w II kw.) potwierdzą trwałość ożywienia w USA i tym samym skłonią Rezerwę Federalną do podwyżki stóp procentowych o 25 pb na posiedzeniu we wrześniu. Oczekiwane przez nas rozpoczęcie normalizowania polityki pieniężnej w USA będzie

czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego.

-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększyło się w II kw. do 2,3% wobec 0,6% w I kw. (rewizja w górę z -0,2%). Zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego wynikało z wyższego wkładu konsumpcji prywatnej (2,0 pp. w II kw. wobec 1,2 pp. w I kw.), eksportu netto (0,1 pp. wobec -1,9 pp.) i wydatków rządowych (0,1 pp. wobec 0,0 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływała niższa kontrybucja zapasów (-0,1 pp. wobec 0,9 pp.) oraz inwestycji (0,1 pp. wobec 0,5 pp.). Uważamy, że główną przyczyną zwiększenia tempa wzrostu PKB w USA w II kw. było ustąpienie negatywnych czynników związanych z ostrą zimą oraz strajkiem w portach znajdujące odzwierciedlenie m.in. w wyższych wkładach konsumpcji i eksportu netto.
-  **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe w USA, które zwiększyły się w czerwcu o 3,4% m/m wobec spadku o 2,1% w maju.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu wskaźnika były wyższe zamówienia na środki transportu. Zamówienia w lotnictwie cywilnym zwiększyły się w lipcu o 66,1% m/m wobec spadku o 31,6% w maju głównie ze względu na wyższe zamówienia w firmie Boeing złożone podczas Międzynarodowego Salonu Lotniczego w Paryżu. Po wyłączeniu środków transportu zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w czerwcu o 0,8% m/m wobec ich stabilizacji w maju.
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wyniki badań koniunktury w USA.** Wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board zmniejszył się w lipcu do 90,9 pkt. wobec 99,8 pkt. w czerwcu. W kierunku spadku wskaźnika oddziaływało obniżenie składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Spadek odnotował również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się do 93,1 pkt. w lipcu wobec 96,1 pkt. w czerwcu. Prognozujemy, że przeciętne zannualizowane tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się do 2,8% w II poł. br. W kierunku jego przyspieszenia w stosunku do II kw. oddziaływać będzie głównie wyższy wkład konsumpcji prywatnej, wspieranej przez wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych, wynikający z poprawy sytuacji na rynku pracy oraz spadku cen paliw.
-  **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro nie zmieniła się w lipcu w stosunku do czerwca i wyniosła 0,2% r/r.** W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu cen pomiędzy czerwcem a lipcem oddziaływała przede wszystkim niższa dynamika cen w kategoriach „żywność, alkohol i wyroby tytoniowe” oraz „nośniki energii”. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast wyższe tempo wzrostu cen usług. Uważamy, że inflacja w strefie euro utrzyma się na poziomie zbliżonym do zera do końca III kw. br. W IV kw. zwiększy się ona do 0,7% r/r, na co złożą się wzrost inflacji bazowej oraz efekt niskiej bazy w kategorii „nośniki energii”.
-  **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny, zwiększył się w lipcu do 108,0 pkt. wobec 107,5 pkt. w czerwcu.** W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości składowych indeksu dotyczące zarówno oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury odnotowana została we wszystkich działach poza budownictwem i handlem detalicznym. Wzrost indeksu Ifo sygnalizuje, że nasilenie kryzysu greckiego w pierwszej połowie lipca nie miało istotnego, negatywnego przełożenia na nastroje przedsiębiorców w Niemczech. Dane, w połączeniu z lipcowymi odczytami indeksów PMI (por. MAKROmapa z 27.07.2015) nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB wzrośnie do 0,6% w III kw. wobec 0,4% w II kw.

Polski PMI wskazuje na trwałe ożywienie w przetwórstwie



Źródło: Markit, GUS

Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) zwiększył się w lipcu do 54,5 pkt. wobec 54,3 pkt. w maju, co było powyżej naszej prognozy (53,5 pkt.) i konsensusu rynkowego (54,1 pkt.). Wyniki badań koniunktury wskazują zatem na utrzymanie umiarkowanie wysokiego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w przetwórstwie w lipcu br.

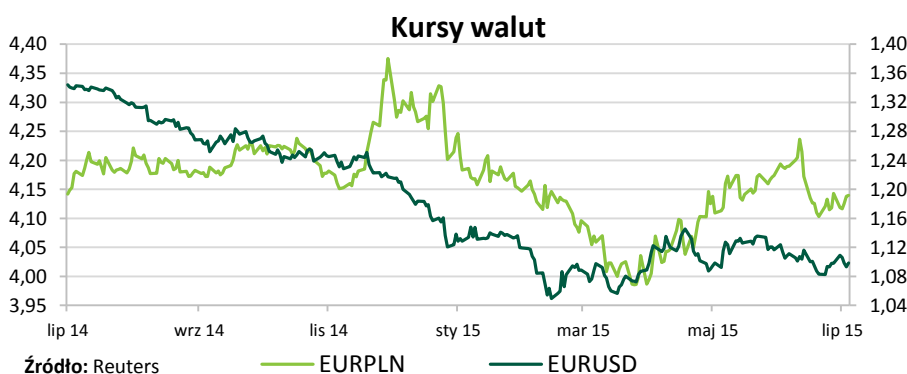
W strukturze lipcowego PMI na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem do najwyższego od pięciu miesięcy poziomu. Wzrost zamówień był wspierany zarówno przez wyższy popyt krajowy, jak i zagraniczny. Subindeks dotyczący nowych zamówień eksportowych zwiększył się do najwyższego poziomu od lutego 2014. Wyniki polskiego badania PMI są pewnym zaskoczeniem w świetle wyników badań koniunktury w największych gospodarkach europejskich. Zgodnie ze wstępnymi wynikami badań PMI, składowe dla nowych zamówień ogółem i bieżącej produkcji w strefie euro (w tym w Niemczech) uległy zmniejszeniu w lipcu.

Składowa dotycząca bieżącej produkcji w Polsce zmniejszyła się do 56,4 pkt. w lipcu z 57,2 pkt. w czerwcu. W połączeniu z niekorzystną różnicą w liczbie dni roboczych pomiędzy czerwcem a lipcem stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej w lipcu do 3,5% r/r wobec 7,6% w czerwcu.

Zgodnie z raportem PMI polscy producenci zwiększyli poziom zatrudnienia w lipcu wydłużając obecny okres wzrostów do dwóch lat. Ponadto tempo wzrostu liczby miejsc pracy przyspieszyło w porównaniu do czerwca i było czwartym najszybszym w historii badań.

Wzrost składowych dotyczących nowych zamówień oraz zatrudnienia wskazuje na trwałość ożywienia w polskim przetwórstwie. Odczyt lipcowego PMI stanowi zatem wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu gospodarczego w III kw. zwiększy się do 3,8% r/r wobec 3,6% w II kw. Dzisiejsza publikacja jest w naszej ocenie lekko pozytywna dla kursu złotego i negatywna dla rynku długu.

Poprawa koniunktury w polskim przetwórstwie pozytywna dla złotego

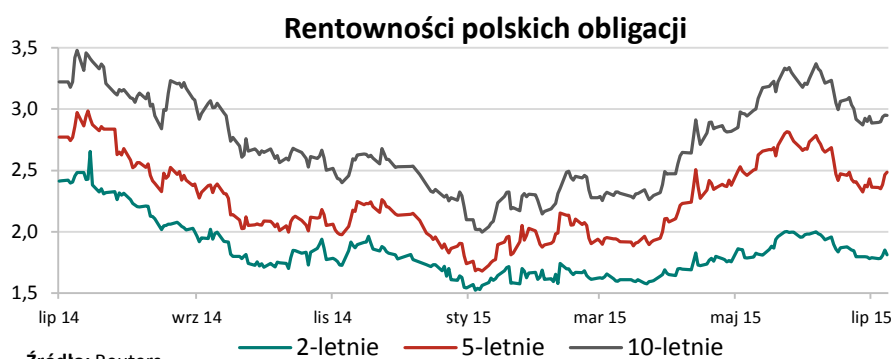


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1398 (umocnienie złotego o 0,1%). W poniedziałek mieliśmy do czynienia z wyraźnym umocnieniem złotego pomimo publikacji lepszych od oczekiwań danych o zamówieniach na dobra trwałe w USA oraz wyższego od konsensusu odczytu indeksu Ifo w Niemczech. We wtorek kurs

złotego kurs EURPLN był relatywnie stabilny, kształtując się na poziomie ok. 4,12. W środę rano polska waluta uległa wyraźnej deprecjacji, jednakże po południu tendencja do spadku jej wartości odwróciła się i złoty odrobił straty. W czwartek kurs EURPLN ponownie wzrastał ze względu na lekko jastrzębi wydźwięk komunikatu po posiedzeniu FOMC. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku deprecjacji złotego były informacje, że MFW prawdopodobnie nie będzie współuczestniczył finansowo w pakiecie pomocowym dla Grecji. W piątek kurs złotego uległ dalszemu lekkiemu osłabieniu.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie piątkowa publikacja danych z rynku pracy w USA. Nasza prognoza wzrostu zatrudnienia kształtuje się poniżej oczekiwań rynku, a tym samym jej materializacja będzie oddziaływała w kierunku umocnienia złotego. Pozostałe odczyty z USA (raport ADP, indeks ISM) również powinny przyczynić się do lekkiej aprecjacji polskiej waluty. Piątkowa publikacja produkcji przemysłowej w Niemczech powinna być neutralna dla rynków. Ze względu na ubogi kalendarz makroekonomiczny, dzisiejszy lepszy od oczekiwań rynkowych odczyt indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa będzie naszym zdaniem oddziaływał w kierunku spadku kursu EURPLN w pierwszej połowie tygodnia. Wpływ ten będzie ograniczany przez zrewidowany w dół finalny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa.

Dane z rynku pracy w USA kluczowe dla rentowności obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,811 (wzrost o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,486 (wzrost o 12pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,949 (wzrost o 6pb). W pierwszej części tygodnia rentowności obligacji na całej długości krzywej pozostawały relatywnie stabilne w oczekiwaniu

na śródkowe posiedzenie FOMC. Od czwartku ceny polskiego długu obniżały się ze względu na kumulację kilku czynników: przedstawiona w komunikacie FED ocena sytuacji gospodarczej USA była nieznacznie korzystniejsza niż ta sformułowana na poprzednim posiedzeniu, odczyt PKB w USA za I kw. został w czwartek zrewidowany wyraźnie w górę oraz pojawiły się informacje nt. kolejnych problemów związanych z pakietem pomocowym dla Grecji (prawdopodobny brak zaangażowania finansowego ze strony MFW).

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą publikacje danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, raport ADP, indeks ISM). Wszystkie odczyty wskażą naszym zdaniem na lekkie pogorszenie sytuacji gospodarczej, a tym samym ich zagregowany wpływ będzie pozytywny dla cen polskiego długu. Oczekujemy, że reakcja rynków na piątkową publikację danych o produkcji przemysłowej w Niemczech będzie ograniczona. Dzisiejsza publikacja lepszych od konsensusu wyników badań koniunktury w polskim przetwórstwie jest naszym zdaniem lekko negatywna dla cen polskich obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,07	4,03	4,11	4,19	4,14	4,14
Kurs USDPLN*	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,80	3,59	3,74	3,76	3,77	3,83
Kurs CHFPLN*	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,90	3,86	3,98	4,02	3,92	3,87
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8		-0,9
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2		0,1
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,6		3,5
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,6		-1,6
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8		3,1
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5		3,2
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9		0,9
Stopa bezrobocia rej.* (%)	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,3		10,1
Saldo ROB (mln EUR)	-730	-1063	14	-374	-24	-1245	-60	-7	1743	1129	1184		187	
Eksport (r/r, % EUR)	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	4,4	10,2	13,9	9,2	9,7		13,8	
Import (r/r, % EUR)	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-2,1	2,6	7,8	7,8	0,0		6,6	

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,6	3,6	3,8	4,0	3,5	3,0	2,8	2,4	3,4	3,8	2,9	
Konsumpcja (% r/r)	3,1	3,1	3,4	3,5	3,4	3,4	3,2	2,8	3,1	3,3	3,2	
Inwestycje (% r/r)	11,4	10,1	10,3	11,0	6,3	4,9	4,1	3,4	9,2	11,7	4,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,0	9,5	8,1	8,1	5,8	5,0	4,8	3,6	5,7	8,0	4,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	5,7	7,5	8,3	6,6	6,2	6,4	6,7	9,1	6,9	6,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,9	2,0	1,8	2,2	2,1	1,9	1,4	1,8	2,0	1,9
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,8	2,1	3,0	0,9	0,9	0,8	1,0	1,7	2,5	0,9
	Eksport netto (pp.)	1,1	1,9	0,4	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-1,4	-1,4	0,7	-0,7
Saldo obrotów bieżących***	-0,6	0,2	0,2	0,3	-0,3	-0,9	-1,5	-2,2	-1,4	0,3	-2,2	
Stopa bezrobocia (%)**	11,7	10,3	9,9	10,4	10,7	9,3	9,0	9,5	11,5	10,4	9,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	3,5	3,6	3,7	3,7	4,0	4,2	4,4	3,6	3,7	4,1	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,9	-0,5	0,3	1,3	1,5	1,5	1,8	0,0	-0,7	1,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,87	2,03	2,06	1,70	2,03	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,75	
EURPLN**	4,07	4,19	4,12	4,10	4,09	4,05	4,00	3,95	4,29	4,10	3,95	
USDPLN**	3,79	3,76	3,89	3,94	3,93	3,86	3,74	3,59	3,54	3,94	3,59	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 03.08.2015r.						
3:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	48,2	48,2	
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	54,3	53,5	54,1
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	51,5	51,5	51,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	52,2	52,2	52,2
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Czerwiec	0,6	0,2	0,2
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	53,8	53,8	53,8
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	53,5	53,3	53,6
Wtorek 04.08.2015r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	-2,0		-2,2
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	-1,0	1,5	1,9
Środa 05.08.2015r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Lipiec	53,8	53,8	53,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Lipiec	53,7	53,7	53,7
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	0,2		-0,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Lipiec	237		220
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Lipiec	56,0	56,2	56,5
Czwartek 06.08.2015r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	-0,2		0,2
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Sierpień	0,50	0,50	0,50
Piątek 07.08.2015r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	0,0	0,3	0,4
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Czerwiec	22,8		21,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	5,3	5,3	5,3
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Lipiec	223	210	225

* 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