





## W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** We wtorek opublikowany zostanie odczyt sprzedaży nowych domów, która naszym zdaniem wzrosła w lipcu o 2,4% m/m do 494 tys. W środę uwaga rynków zwrócona będzie na publikację danych o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się o 0,2% m/m w lipcu wobec wzrostu o 3,2% w czerwcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki zamówień była niższa liczba zamówień w firmie Boeing. W czwartek poznamy drugi szacunek amerykańskiego PKB w II kw. br. Oczekujemy, że zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę z 2,3% do 3,2%. Na zwiększenie dynamiki PKB, w stosunku do pierwszego odczytu, złożą się wyższe wkłady zapasów oraz konsumpcji prywatnej. Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board (prognozujemy wzrost do 94,0 pkt. z 90,9 pkt. w lipcu), będzie odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych w sierpniu. Z kolei finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże na stabilizację koniunktury w stosunku do wstępnego odczytu (92,9 pkt.). Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie oddziaływał w kierunku lekkiego osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w USA będzie doroczne, trzydniowe sympozjum w Jackson Hole.** Tegorocznym tematem przewodnim konferencji będzie związek pomiędzy polityką pieniężną i inflacją („Inflation Dynamics and Monetary Policy”). W konferencji nie weźmie udziału prezes FED J. Yelen. Niemniej jednak w czasie sympozjum mogą pojawić się nowe, istotne informacje dotyczące perspektyw kształtowania się polityki monetarnej w USA (w sobotę wystąpienie ma S. Fischer, wiceprzewodniczący FED), a tym samym oczekujemy podwyższonej zmienności na rynkach podczas trwania konferencji.
- **W piątek GUS opublikuje pełne dane o PKB w II kw.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego zgodnie ze wstępnym odczytem wyniosło 3,3% r/r wobec 3,6% w I kw. Dane o PKB potwierdzą, że w II kw. czynnikiem spowolnienia był efekt statystyczny związany z przesunięciem daty świąt Wielkiejnocy. Publikacja danych będzie miała naszym zdaniem ograniczony wpływ rynki finansowe.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z lipcowego posiedzenia FOMC.** W ocenie większości członków FED warunki konieczne dla rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej nie zostały jeszcze osiągnięte, niemniej jednak amerykańska gospodarka zbliża się do stanu uzasadniającego podniesienie stóp procentowych. Choć kilku członków FED uważa, że rynek pracy znajduje się blisko stanu pełnego zatrudnienia, większość nadal widzi przestrzeń dla dalszej poprawy. Wielu z nich uważa, iż równowaga na rynku pracy zostanie najprawdopodobniej osiągnięta w najbliższym czasie. Jednocześnie kilku członków FED, powołując się na niską presję na wzrost płac sugeruje jednak, iż naturalna stopa bezrobocia jest niższa niż wcześniej myślano, co ich zdaniem oddala moment osiągnięcia stanu pełnego zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce. Zgodnie z treścią *Minutes*, większość członków FOMC potrzebuje dodatkowych dowodów nt. siły wzrostu gospodarczego oraz perspektyw powrotu inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, uzasadniających rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej w USA. Oczekujemy, iż przed wrześniowym posiedzeniem takich sygnałów dostarczą sierpniowe dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem, a także finalny szacunek PKB w II kw. W konsekwencji podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym we wrześniu br. FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej. Uważamy, że ewentualne pogorszenie perspektyw gospodarczych nie doprowadzi do zmiany terminu pierwszej podwyżki stóp procentowych, lecz może jedynie zmniejszyć tempo dalszej normalizacji polityki

monetarnej. Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest sytuacja w Chinach (dewaluacja juana i spowolnienie gospodarcze – patrz poniżej).

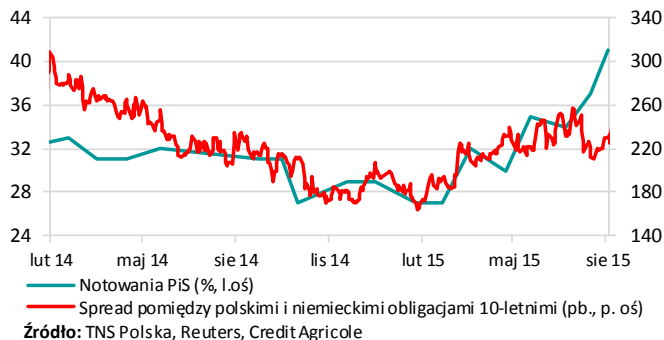
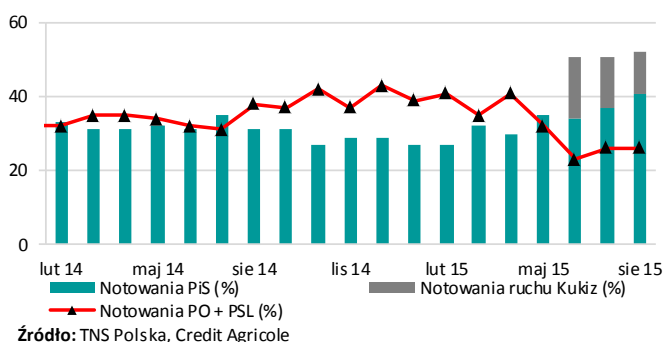
-  **W ubiegłym tygodniu premier Grecji A. Tsipras podał się do dymisji, ustalając na 20 września przedterminowe wybory.** W ten sposób będzie próbował on wzmocnić swoją pozycję w obliczu rozłamu w rządzącej partii Syriza, który ujawnił się podczas głosowania nad przyjęciem warunków nowego pakietu pomocowego w greckim parlamencie. Zgodnie z greckim prawem, w przypadku gdy wybory przeprowadzane są w okresie krótszym niż 18 miesięcy od poprzednich wyborów (ostatnie wybory odbyły się w styczniu br.) listy wyborcze ustalane są przez liderów partii. Z uwagi na wysokie poparcie jakim cieszy się polityka A. Tsiprasa (zgodnie z przeprowadzonym pod koniec lipca przez Metron Analysis sondażem popiera go 61% Greków) pozwoli mu to na przywrócenie jedności w kierowanej przez siebie partii, bez obaw o utratę poparcia na rzecz członków o odmiennych poglądach. Decyzja o podaniu się do dymisji została ogłoszona w czwartek, kilka godzin po tym jak Grecja otrzymała pierwszą transzę środków (13 mld EUR) z zatwierdzonego w środę przez Europejski Mechanizm Stabilności nowego pakietu pomocowego (86 mld EUR). Pierwsza transza pomocy umożliwiła Grecji spłatę zadłużenia zapadającego w czwartek względem EBC (3,2 mld EUR) i pozwoli na obsługę reszty długu przez najbliższe dwa miesiące. Kolejne transze pomocy wypłacane będą wraz z wywiązywaniem się przez Grecję z warunków pomocy finansowej. Wyniki najnowszego sondażu przeprowadzonego pod koniec lipca przez Metron Analysis wskazują na przewagę Syriza (33,6%) względem największej partii opozycyjnej Nowa Demokracja (17,8%). Niemniej jednak poparcie dla Syriza jest nadal zbyt niskie by mogła rządzić samodzielnie. Uważamy, że wzrost ryzyka politycznego związany z przedterminowymi wyborami w Grecji będzie w najbliższych tygodniach negatywny dla cen aktywów rynków wschodzących, w tym dla polskiego długu oraz złotego.
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane ze sfery realnej amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Liczba pozwoleń na budowę zmniejszyła się w lipcu do 1119 tys. wobec 1337 tys. w czerwcu, z kolei wzrost odnotowano w przypadku liczby rozpoczętych budów (1206 tys. w lipcu wobec 1204 tys. w czerwcu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,59 mln wobec 5,48 mln – wzrost do najwyższego poziomu od lutego 2007 r.). Wysokie poziomy odczytów potwierdziły tym samym siłę ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również mieszane wyniki badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State spadł w sierpniu do -14,9 pkt. wobec 3,9 pkt. kształtując się na najniższym poziomie od kwietnia 2009 r. Jego spadek wynikał głównie z pogorszenia oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy oczekiwania pozostały stabilne. Wzrost odnotował natomiast indeks Philadelphia FED, który wyniósł w sierpniu 8,3 pkt. wobec 5,7 pkt. w lipcu. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,4% wobec zrewidowanego w górę 3,2% w II kw.
-  **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne sierpniowe wskaźniki koniunktury (PMI) dla najważniejszych europejskich gospodarek.** Zagregowany indeks PMI dla strefy euro zwiększył się w sierpniu do 54,1 pkt. wobec 53,9 pkt. w lipcu. Do jego wzrostu przyczyniła się wyższa wartość wskaźnika w Niemczech (54,0 pkt. wobec 53,7 pkt.) wynikająca z szybszego wzrostu produkcji w przetwórstwie i nieznacznego zmniejszenia aktywności w sektorze usług, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek indeksu we Francji (51,3 pkt. wobec 53,5 pkt.), będący skutkiem pogorszenia koniunktury w usługach przy jednoczesnej stabilizacji tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie. W pozostałych krajach strefy euro uwzględnianych w badaniu nastroje ukształtowały się w sierpniu na najwyższym poziomie od lipca 2007 r., co spowodowane było m.in. wzrostem składowej dla zatrudnienia. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększy się w III kw. do 0,4% wobec 0,3% w II kw.
-  **Wstępny indeks PMI w chińskim przetwórstwie zmniejszył się w sierpniu do 47,1 pkt. wobec 47,8 pkt. w lipcu, kształtując się tym samym na najniższym poziomie od marca 2009 r.** Spadek

wskaźnika wynikał z obniżenia wszystkich pięciu jego składowych (produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie, zapasy pozycji zakupionych, czas dostaw). 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. Oczekiwania rynków na dalsze pogorszenie się koniunktury w Chinach przyczyniło się do dzisiejszej wyprzedaży na chińskiej giełdzie (parz poniżej).

- ❖ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w lipcu o 3,8% r/r wobec wzrostu o 7,6% w czerwcu.** Zmniejszenie dynamiki produkcji pomiędzy czerwcem a lipcem w znacznym stopniu było efektem niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w lipcu do -0,1% r/r wobec -2,5% w czerwcu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w ujęciu miesięcznym o 2,2% wobec spadku o 4,2% w czerwcu. W połączeniu z odczytem liczby rozpoczętych budów mieszkań (14,9% r/r w lipcu wobec 6,7% w czerwcu) dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego trwałe przyspieszenie produkcji budowlano-montażowej w II poł. br. będące efektem ożywienia w budownictwie mieszkaniowym i inwestycjach infrastrukturalnych.
- ❖ **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce wzrosła w lipcu o 1,2% r/r wobec 3,8% w czerwcu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż zwiększyła się w lipcu o 3,5% r/r wobec wzrostu o 6,6% w czerwcu. Spowolnienie sprzedaży było spowodowane m.in. przez oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed roku w kategorii "pojazdy samochodowe, motocykle i części", związanych z ubiegłoroczną nowelizacją ustawy o kierujących pojazdami, która spowodowała silny wzrost sprzedaży motocykli w lipcu ub. r. (por. MAKROpuls z 19.08.2015). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach poprawiające się nastroje konsumenckie i dalszy spadek stopy bezrobocia (najprawdopodobniej we wrześniu osiągnie ona jednocyfrowy poziom) będą oddziaływały w kierunku przyspieszenia sprzedaży detalicznej.
- ❖ **Dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wzrosła w lipcu do 3,3% r/r wobec 2,5% w czerwcu.** Zwiększenie dynamiki płac w naszej ocenie spowodowane było efektem niskiej ubiegłorocznej bazy w działach "górnictwo i wydobywanie", a także w niektórych działach przetwórstwa przemysłowego: "produkcja wyrobów tytoniowych" oraz "produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej" (por. MAKROpuls z 18.08.2015). Roczna dynamika zatrudnienia w lipcu nie zmieniła się w stosunku do czerwca i wyniosła 0,9%. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w lipcu 5,0% r/r wobec 4,3% w czerwcu i 5,2% r/r w II kw., co stanowi nieznaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy konsumpcji (3,4% r/r w III kw. wobec 3,1% w II kw.).

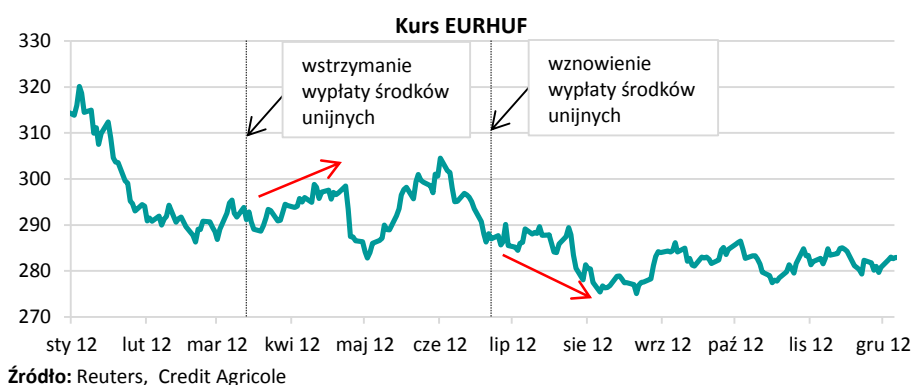
## ❖ Wzrost ryzyka politycznego w Polsce może osłabić złotego

Oczekiwania dotyczące dużych zmian na scenie politycznej mają istotny wpływ na warunki panujące na rynkach finansowych oraz aktywność przedsiębiorstw. Zgodnie z wynikami badań przedstawionymi w światowej literaturze, niepewność dotycząca kształtu polityki gospodarczej, która będzie realizowana przez nowy rząd oddziałuje w kierunku wzrostu ryzyka politycznego przed i w krótkim okresie po wyborach. W przypadku gdy dotychczas krajowa koniunktura była relatywnie dobra, uczestnicy rynku negatywnie odbierają zmianę rządu, zgodnie z przysłowiową zasadą „z dwojga złego lepsze to, które się zna” (*the devil you know is better than the devil you don't*). Wzrost ryzyka politycznego oddziałuje w kierunku spadku cen aktywów nominowanych w walucie krajowej (rynek długu i giełda) i jednocześnie ich podwyższonej zmienności. W efekcie prowadzi to do osłabienia waluty krajowej. Dodatkowo, badania naukowe wskazują na zmniejszenie aktywności inwestycyjnej firm w okresie przedwyborczym, po którym z wysokim prawdopodobieństwem nastąpi zmiana rządu.



Sondaże wyborcze przeprowadzone w ciągu ostatnich miesięcy wskazują na wysokie prawdopodobieństwo znaczących zmian na scenie politycznej po jesiennych wyborach parlamentarnych w Polsce. Od przełomu I i II kw. br. mamy do czynienia ze stopniowym wzrostem poparcia dla Prawa Sprawiedliwości i jednoczesnego spadku notowań koalicji Platformy Obywatelskiej i Polskiego Stronnictwa Ludowego. W czerwcu, po zwycięstwie A. Dudy w wyborach prezydenckich poparcie dla PiS wyraźnie przewyższyło notowania koalicji rządzącej. Uważamy, że w świetle dostępnych badań naukowych, wzrost ryzyka politycznego w wyniku rosnącego poparcia dla opozycji oddziałuje w kierunku spadku cen (wzrostu rentowności) polskiego długu. Taką zależność sugerują również dane empiryczne (por. wykres).

Wzrost ryzyka politycznego jest obecnie potęgowany przez szeroki zakres obietnic wyborczych PiS, które w przypadku ich realizacji będą miały istotny wpływ na kształt polityki fiskalnej w średnim okresie. Ze względu na obowiązywanie stabilizującej reguły wydatkowej, określającej maksymalny poziom wydatków publicznych przy danych warunkach makroekonomicznych, znacząca ekspansja fiskalna wymaga jednoczesnego zwiększenia planowanych wpływów do budżetu państwa. W naszej ocenie działania po stronie dochodowej zostały ocenione przez PiS zbyt optymistycznie (por. MAKROmapa z 13.07.2015). W efekcie, realizacja planu znaczącego zwiększenia wydatków bez jednoczesnego zrównoważenia ich po stronie dochodowej wiązałaby się z silnym rozluźnieniem polityki fiskalnej i – w efekcie – wzrostem deficytu sektora finansów publicznych powyżej 3% PKB.

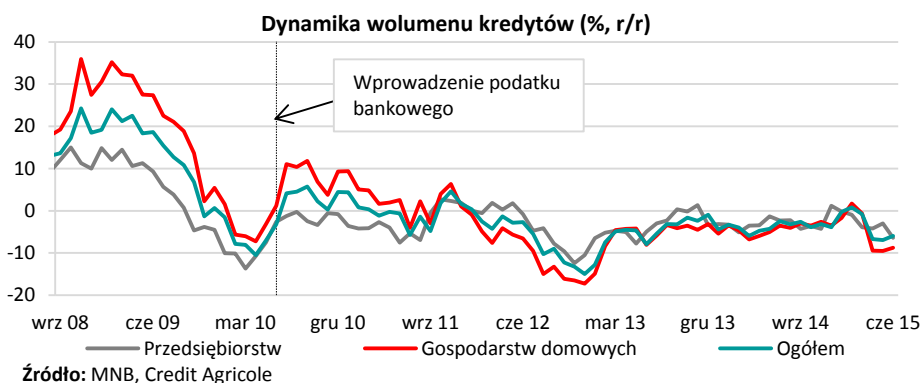


Pakt Stabilności i Wzrostu wymaga utrzymywania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB. Realizacja większego deficytu oznaczałaby ponowne objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu oraz znaczące ryzyko wstrzymania wypłaty środków unijnych, co oddziaływałoby w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego, osłabienia oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp

procentowych i osłabienia kursu złotego. W 2012 r. Komisja Europejska podjęła decyzję o wstrzymaniu wypłaty tych środków Węgrom, po tym jak zaplanowany przez nich deficyt finansów publicznych miał w 2013 r. przekroczyć granicę 3,0% PKB. Wypłata funduszy unijnych została wznowiona dopiero po kilku miesiącach, po przedstawieniu znowelizowanego budżetu z obniżonym poziomem deficytu finansów publicznych. Decyzja o wstrzymaniu wypłat środków unijnych oddziaływała w kierunku osłabienia forinta wobec euro, podczas gdy ich wznowienie miało odwrotny (pozytywny) wpływ na kurs węgierskiej waluty. W przypadku nieprzestrzegania regulacji unijnych przez Polskę, podobnej reakcji można oczekiwać również w przypadku kursu złotego.



Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu ryzyka politycznego są obecnie debatowane i planowane zmiany w legislacji dotyczącej działalności banków w Polsce. Przyjęta przez Sejm ustawa o przewalutowaniu kredytów mieszkaniowych może mieć negatywny wpływ na notowania polskich aktywów na rynkach finansowych. EBC odnosząc się do wcześniejszego, mniej niekorzystnego dla banków projektu ustawy (podział kosztów po równo pomiędzy bankami i kredytobiorcami) ocenił, że przyjęcie ustawy może oddziaływać w kierunku pogorszenia nastrojów inwestorów zagranicznych w Polsce ze względu na wprowadzenie w życie zmian prawnych mających retroaktywny charakter i wpływających negatywnie na stabilność systemu finansowego. Komitet Stabilności Finansowej, w skład którego wchodzi minister finansów, prezes NBP, przewodniczący KNF oraz prezes Bankowego Funduszu Gwarancyjnego zaznaczył, że wejście w życie ustawy w wersji przyjętej przez Sejm niesie ze sobą zagrożenie dla stabilności sektora finansowego i spowoduje w kolejnych latach ograniczenie akcji kredytowej, co będzie skutkowało destabilizacją sektora bankowego oraz spowolnieniem wzrostu gospodarczego. 2 września ustawa zostanie rozpatrzona przez Senat. Biorąc pod uwagę, iż ewentualne poprawki do ustawy zaproponowane przez Senat mogą zostać odrzucone przez Sejm bezwzględną większością głosów, czyli taką, przy której została przyjęta ustawa, nie oczekujemy aby jej obecny zakres został w istotny sposób zmodyfikowany.

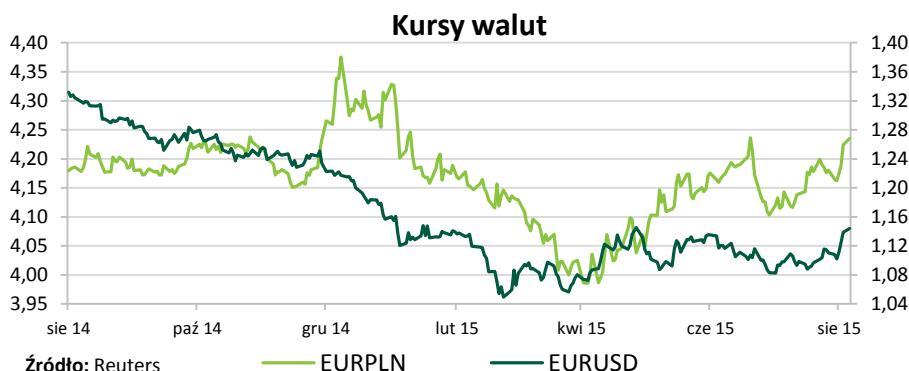


Wprowadzenie proponowanego przez PiS podatku bankowego od wysokości sumy bilansowej banków byłoby kolejnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego. W naszej ocenie uchwalenie takiej ustawy, podobnie jak w przypadku ustawy o przewalutowaniu kredytów hipotecznych, oddziaływałoby w kierunku

zmniejszenia akcji kredytowej, spowolnienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia stabilności systemu finansowego. Naszą ocenę wspierają doświadczenia obserwowane na Węgrzech. Wprowadzony tam w 2010 r. podatek od aktywów banków skutkowało wyhamowaniem ożywienia we wszystkich segmentach rynku kredytowego obserwowanego po globalnym kryzysie finansowym i jednocześnie oddziaływał w kierunku wyraźnego zmniejszenia dynamiki wolumenu kredytów w kolejnych kwartałach.

Zarysowane powyżej czynniki oddziałują w kierunku wzrostu ryzyka politycznego i w efekcie deprecjacji polskiej waluty. W ciągu kilku ostatnich miesięcy osłabienie złotego względem euro obserwowane jest jedynie w ograniczonej skali. Oczekujemy jednak, że wymienione czynniki będą w najbliższych miesiącach oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności obligacji i osłabienia kursu złotego. Dostrzegamy zatem istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy kursu EURPLN w IV kw. (4,10 na koniec br.). Zrewidowaną prognozę kursu złotego przedstawimy po zapoznaniu się z finalną wersją ustawy o przewalutowaniu kredytów hipotecznych, po zgłoszeniu poprawek przez Senat.

## Sumaryczny wpływ danych z USA lekko negatywny dla złotego



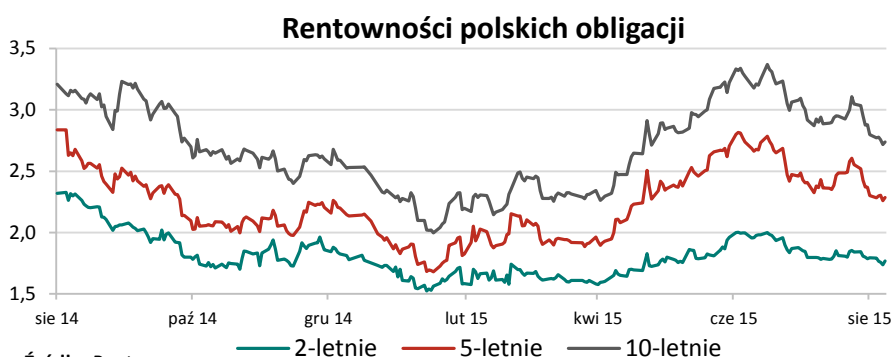
Źródło: Reuters

— EURPLN — EURUSD

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2240 (osłabienie złotego o 1,0%). W poniedziałek od rana złoty zyskiwał na wartości wraz z innymi walutami regionu. W naszej ocenie było to związane ze spadkiem awersji do ryzyka w reakcji na akceptację nowego pakietu pomocowego przez grecki parlament w piątek poprzedniego tygodnia. We wtorek kurs złotego był stabilny. W środę mieliśmy do czynienia z łagodną deprecjacją walut rynków wschodzących, w tym złotego w oczekiwaniu na *Minutes* z lipcowego posiedzenia FED. Mimo relatywnie gołębiego wydźwięku *Minutes*, w czwartek od samego rana złoty tracił na wartości, wraz z innymi walutami regionu, co w naszej ocenie miało charakter spekulacyjny. W piątek deprecjacja złotego była kontynuowana, co wynikało z pogorszenia nastrojów rynkowych w reakcji na słabe dane nt. koniunktury w chińskim przetwórstwie, a także informację o przedterminowych wyborach w Grecji.

Wyprzedaż, która miała miejsce dzisiaj na chińskiej giełdzie będzie oddziaływała w kierunku pogorszenia nastrojów na rynkach wschodzących w tym tygodniu, co tym samym będzie negatywne dla kursu złotego. W tym tygodniu istotne dla kształtowania kursu złotego będą dane z USA (sprzedaż nowych domów, indeks ufności konsumenckiej - Conference Board, zamówienia na dobra trwałe, drugi szacunek PKB oraz finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan). W przypadku realizacji naszych prognoz oczekujemy, że sumaryczny wpływ powyższych danych może być lekko negatywny dla złotego. Do podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty najprawdopodobniej przyczyni się mające miejsce od czwartku do soboty sympozjum w Jackson Hole, które może dostarczyć nowych informacji nt. perspektyw polityki monetarnej w USA. Dane nt. struktury PKB w Polsce nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

## Seminarium w Jackson Hole w centrum uwagi polskiego rynku długu



Źródło: Reuters

— 2-letnie — 5-letnie — 10-letnie

W ubiegłym tygodniu rentowności benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,767 (spadek o 3pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,286 (spadek o 2pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,739 (spadek o 6pb). Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia z łagodnym spadkiem rentowności polskich obligacji w ślad za rynkami bazowymi. Krajowe dane nt. produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, a także zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. W piątek doszło do spadku cen polskich obligacji widocznego w szczególności na krótkim końcu krzywej, w reakcji na informację o przedterminowych wyborach w Grecji oraz słabe dane nt. koniunktury w chińskim przetwórstwie.

Wyprzedaż, która miała miejsce dzisiaj na chińskiej giełdzie będzie oddziaływała w kierunku pogorszenia nastrojów na rynkach wschodzących w tym tygodniu, co tym samym będzie negatywne dla cen polskiego długu. W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą dane z USA (sprzedaż nowych domów, indeks ufności konsumenckiej - Conference Board, zamówienia na dobra trwałe, drugi szacunek PKB oraz finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan), które w przypadku realizacji naszych prognoz mogą zwiększyć oczekiwania rynku na szybkie rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej w USA. W konsekwencji oczekujemy, że zagregowany wpływ tych danych na ceny polskich obligacji będzie negatywny. W kierunku podwyższonej zmienności rentowności polskich obligacji oddziaływać będzie w naszej ocenie sympozjum w Jackson Hole, które może dostarczyć nowych informacji nt. perspektyw polityki monetarnej w USA. Dane nt. struktury polskiego PKB będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na polski rynek długu.

## 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	<b>1,50</b>
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	<b>4,14</b>
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	<b>3,83</b>
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	3,90	<b>3,87</b>
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	-0,7	
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	0,4	
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	3,8	
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	-1,7	
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	1,2	
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	3,3	
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	<b>10,1</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-730	-1063	14	-374	-24	-1245	-60	-7	1743	1129	1225	-849		
Eksport (r/r, % EUR)	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	4,4	10,2	13,9	9,2	9,4	10,9		
Import (r/r, % EUR)	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-2,1	2,6	7,8	7,8	-0,2	10,0		

\* 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	3,3	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	10,6	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	8,4	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	1,9	1,9
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,8	1,9	3,0	0,9	0,9	0,8	1,0	1,7	2,3	0,9
	Eksport netto (pp.)	1,1	1,9	0,4	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-1,4	-1,4	0,8	-0,7
Saldo obrotów bieżących***	-0,6	-0,1	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	3,1	3,6	3,7	3,7	4,0	4,2	4,4	3,6	3,6	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	1,71	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**	3,80	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	PROGNOZA*	
				POPRIEDZNA WARTOŚĆ	CA RYNEK**
<b>Wtorek 25.08.2015r.</b>					
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,4	0,4
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Lipiec</b>	<b>10,3</b>	<b>10,1 10,1</b>
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Sierpień	108,0	107,8
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Czerwiec	-0,2	0,1
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Lipiec	482	494 510
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Sierpień	13,0	
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	90,9	94,0 92,5
<b>Środa 26.08.2015r.</b>					
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Lipiec	0,0	0,2 -0,6
<b>Czwartek 27.08.2015r.</b>					
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Lipiec	5,0	5,0
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	II kw.	2,3	3,2 3,2
<b>Piątek 28.08.2015r.</b>					
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>PKB (% r/r)</b>	<b>II kw.</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Sierpień	0,40	
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,1	0,1
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Lipiec	0,0	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Sierpień	92,9	92,9 93,0

\* 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