


## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 220 tys. osób w sierpniu wobec 215 tys. w lipcu, przy jednoczesnej stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 5,3%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 201 tys. wobec 185 tys. w lipcu). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury przedsiębiorstw w USA. Prognozujemy, że indeks ISM w przetwórstwie zwiększył się do 52,9 pkt. w sierpniu wobec 52,5 pkt. w lipcu, co będzie spójne z mieszanymi sygnałami płynącymi z regionalnych wskaźników koniunktury. Z kolei indeks ISM w usługach odnotuje w naszej ocenie lekki spadek do 58,5 pkt. w sierpniu z 60,3 pkt. w lipcu. Zagregowany wpływ danych z USA będzie naszym zdaniem oddziaływać w kierunku lekkiego osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **Zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC nie przyniesie najprawdopodobniej zmian w polityce pieniężnej w strefie euro.** Na konferencji po posiedzeniu zostanie zaprezentowana najnowsza projekcja makroekonomiczna. Oczekujemy, że ścieżka inflacji zostanie lekko obniżona w porównaniu do czerwcowej projekcji, ze względu na niższe ceny surowców na światowych rynkach. Podczas trwania konferencji prasowej prawdopodobnie pojawią się pytania dotyczące spowolnienia w Chinach i jego negatywnego wpływu na wzrost gospodarczy i inflację w strefie euro. Prezes EBC, M. Draghi może zaznaczyć (podobnie jak inni przedstawiciele EBC w ubiegłym tygodniu), że w razie wystąpienia ryzyka powrotu inflacji do celu w średnim okresie EBC jest gotowy do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, np. poprzez wydłużenie horyzontu czasowego oraz zwiększenie skali lub zmianę struktury obecnie realizowanego programu luzowania ilościowego. Gołębi wydzwięk konferencji po posiedzeniu EBC może oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i wzrostu cen polskiego długu.
- **W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że we wrześniu zostanie utrzymany status quo w polityce monetarnej. Podczas konferencji mogą zostać zadane pytania o wpływ ostatnich słabszych krajowych danych i niekorzystnej sytuacji w Chinach na perspektywy polityki pieniężnej NBP. Uważamy, że wypowiedzi prezesa NBP, M. Belki podczas konferencji mogą przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynkach.
- **We wtorek opublikowane zostaną sierpniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym (PMI) w Polsce.** Naszym zdaniem indeks PMI zmniejszy się do 53,8 pkt. wobec 54,5 pkt. w lipcu. Pomimo poprawy koniunktury w Niemczech, lipcowa wartość wskaźnika była relatywnie wysoka na tle historycznym, a tym samym potencjał do jej dalszego zwiększenia, czyli przyspieszenia wzrostu aktywności w przetwórstwie był już ograniczony (efekt wysokiej bazy). Wyniki badań koniunktury zasygnalizują jednocześnie, iż tempo wzrostu aktywności gospodarczej w przetwórstwie pozostało w sierpniu na umiarkowanie wysokim poziomie. Niższy od konsensusu (54,2 pkt.) odczyt indeksu PMI będzie naszym zdaniem lekko negatywny dla złotego i pozytywny dla cen długu.

## W zeszłym tygodniu

- **Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący perspektyw polityki monetarnej w USA.** Obecnie oczekujemy, że FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w październiku br. (wcześniej uważaliśmy, że pierwsza podwyżka stóp będzie miała miejsce we wrześniu). Zmiana naszych oczekiwań wynika z ostatniego załamania na chińskim rynku finansowym, spowolnienia w chińskiej gospodarce, a także spadku cen surowców na światowych rynkach. Uważamy, że członkowie FOMC, mimo dobrych danych napływających z amerykańskiej gospodarki będą chcieli wstrzymać się z decyzją o pierwszej podwyżce stóp do momentu, aż ocenią wpływ

przedstawionych wyżej czynników na sytuację w USA (efekt aprecjacji dolara względem juana, spadku popytu na amerykański eksport, obniżenia wartości aktywów w wyniku załamania na światowym rynku akcji, a także wolniejszy powrót inflacji do celu inflacyjnego z uwagi na spadek cen surowców). Wsparcie dla naszej oceny stanowią wypowiedzi niektórych członków FED, którzy dotychczas opowiadali się za podwyżką stóp procentowych we wrześniu, lecz obecnie złagodzili swoje stanowisko. W. Dudley powiedział, że podwyżka stóp we wrześniu wydaje się być mniej prawdopodobna niż kilka tygodni temu, gdyż ostatnie wydarzenia w światowej gospodarce stanowią ryzyko w dół dla amerykańskiego wzrostu gospodarczego. Z kolei D. Lockhart w swojej wypowiedzi zwrócił uwagę, na sytuację w Chinach, umocnienie dolara oraz pogłębienie spadków cen ropy naftowej na światowych rynkach i złagodził swoje dotychczasowe stanowisko mówiąc, że FED najprawdopodobniej podniesie stopy w br., nie wskazując jednak konkretnej daty (wcześniej opowiadał się on za podwyżką we wrześniu). Uważamy, że wpływ przedstawionych wyżej czynników na amerykańską gospodarkę będzie ograniczony i w październiku członkowie FED będą mieli wystarczająco dużo informacji przekonujących ich do rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wypowiedź wiceprezesa FED S. Fishera podczas dorocznego sympozjum w Jackson Hole, który zwrócił uwagę na przejściowy charakter czynników (umocnienie dolara, spadek cen surowców) spowalniających powrót inflacji do celu inflacyjnego. Podkreślił on również, że z uwagi na opóźnienia w polityce monetarnej stopy zostaną podniesione zanim inflacja osiągnie cel. Po wrześniowym posiedzeniu do końca roku pozostaną dwa posiedzenia – w październiku i w grudniu. W październiku, w przeciwieństwie do grudnia nie jest przewidziana konferencja po posiedzeniu (może ona jednak zostać zwołana w szczególnych przypadkach). W grudniu opublikowane zostaną ponadto nowe projekcje makroekonomiczne. Należy jednak pamiętać, iż rynki finansowe w grudniu, z uwagi na okres świąteczny, charakteryzują się obniżoną płynnością. Obecnie FED prowadzi politykę monetarną poprzez ustalanie docelowego przedziału wahań dla stopy funduszy Rezerwy Federalnej. W takim przypadku zacieśnienie polityki monetarnej polega na przesunięciu tego przedziału w górę. W ramach tej operacji FED będzie musiał na bieżąco oceniać w jakim stopniu ograniczać podaż pieniądza. Operacja ta jest łatwiejsza do przeprowadzenia w sytuacji gdy rynek jest płynny. Tym samym uważamy, że jest to czynnik stanowiący wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego podwyżkę stóp w październiku.

 **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostało zrewidowane w górę z 3,7% wobec 2,3% w pierwszym szacunku. Do rewizji przyczyniły się wyższe wkłady wszystkich jego składowych - inwestycji (0,66 pp. w drugim szacunku wobec 0,14 pp. w pierwszym szacunku), zapasów (0,22 pp. wobec -0,08 pp.), wydatków rządowych (0,47 pp. wobec 0,14 pp.), konsumpcji prywatnej (2,11 pp. wobec 1,99 pp.) i eksportu netto (0,23 pp. wobec 0,13 pp.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w lipcu o 2,0% m/m wobec wzrostu o 4,1% w czerwcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki zamówień było niższe tempo wzrostu zamówień w przemyśle lotniczym. Po wyłączeniu środków transportu zamówienia zwiększyły się o 0,6% m/m wobec wzrostu o 1,0% w czerwcu. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje najwyższy od czerwca ub. r. miesięczny wzrost zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty 2,2% m/m w lipcu wobec 1,4% w czerwcu), będących wskaźnikiem wyprzedzającym przyszłych inwestycji. Silną poprawę sytuacji na rynku nieruchomości sygnalizowaną przez ubiegłotygodniowe dane (por. MAKROmapa z 24.08.2015) potwierdził odczyt sprzedaży nowych domów, który wyniósł 507 tys. w lipcu wobec 481 tys. w czerwcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Wstępny indeks zaufania konsumentów – Conference Board zwiększył się w sierpniu do 101,5 pkt. wobec 91,0 pkt. w lipcu. W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości jego składowych dotyczących oceny bieżącej sytuacji (najwyższy poziom od listopada 2007 r.) jak i oczekiwań.

Badanie zostało przeprowadzone przed 13 sierpnia dlatego nie uwzględnia ono ostatniego załamania na światowym rynku finansowym. Tym samym oczekujemy, iż odczyt zostanie w przyszłym miesiącu istotnie zrewidowany w dół. Wpływ ostatniej wyprzedaży na światowym rynku finansowym częściowo znalazł odzwierciedlenie w finalnym odczycie indeksu Uniwersytetu Michigan, który został zrewidowany w dół do 91,9 pkt. względem 92,9 pkt. we wstępnym odczycie. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA wyniesie 3,1%.

- ✔ **W ubiegłym tygodniu Ludowy Bank Chin obniżył swoje główne stopy procentowe.** 1-rocza stopa depozytowa obniżona została z 2,00% do 1,75%, a 1-rocza stopa pożyczkowa z 4,85% do 4,60%. Jednocześnie Ludowy Bank Chin poinformował, iż od 6 września stopa rezerw obowiązkowych zostanie obniżona z 18,00% do 17,50%. Dodatkowo w ubiegłym tygodniu Ludowy Bank Chin, w celu poprawy płynności w chińskim sektorze bankowym, zaczął przeprowadzać krótkoterminowe operacje płynnościowe. Uważamy, że działania Ludowego Banku Chin, choć ustabilizowały sytuację na rynku finansowym, mają ograniczony pozytywny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Państwie Środka. Tym samym prognozujemy, że w celu osiągnięcia celu dla wzrostu PKB na poziomie ok 7,0% w najbliższym czasie mogą zostać zastosowane kolejne narzędzia łagodzenia polityki monetarnej.
- ✔ **Finalny odczyt PKB w Niemczech wyniósł 0,4% kw/kw w II kw. wobec 0,3% w I kw. Wzrost dynamiki PKB wynikał z wyższego wkładu eksportu netto (0,7 pp. wobec -0,2 pp.).** W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast niższy wkład inwestycji (-0,1 pp. wobec 0,3 pp.), zapasów (-0,4 pp. wobec -0,1 pp.) oraz konsumpcji (0,1 pp. wobec 0,3 pp.). Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2015 r. wzrost PKB w Niemczech wyniesie 1,6%.
- ✔ **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny zwiększył się w sierpniu do 108,3 pkt. wobec 108,0 pkt. w lipcu.** W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływała wyższa wartość składowej indeksu dotycząca oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał nieznaczny spadek składowej dotyczącej oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury odnotowana została w budownictwie i handlu detalicznym, podczas gdy pogorszenie sytuacji miało miejsce w przetwórstwie i handlu hurtowym. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech ustabilizuje się w III kw. na poziomie z II kw. i wyniesie 0,4%.
- ✔ **Zgodnie z finalnym szacunkiem tempo wzrostu PKB w Polsce w II kw. br. wyniosło 3,3% r/r wobec 3,6% w I kw. i było zgodne z opublikowanym wcześniej wstępnym szacunkiem.** Źródłem spadku dynamiki wzrostu były niższe wkłady eksportu netto (0,0 pp. w II kw. 1,1 pp. w I kw.), inwestycji (1,1 pp. wobec 1,4 pp.), konsumpcji prywatnej (1,9 pp. wobec 2,0 pp.) oraz spożycia publicznego (0,5 pp. wobec 0,6 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wyższy wkład zapasów (-0,2 pp. wobec -1,5 pp.). Struktura finalnych danych o PKB potwierdziła, że w przeciwieństwie do I kw., kiedy wzrost gospodarczy w Polsce był efektem ożywienia zarówno popytu krajowego, jak i zagranicznego, ekspansja polskiej gospodarki w II kw. była zasługą jedynie popytu krajowego (por. MAKROpuls z 28.08.2015). Zaktualizowaną prognozę wzrostu gospodarczego na lata 2015-2016, uwzględniającą niższy punkt startowy w II kw. oraz ubiegłotygodniowe dane o strukturze PKB, przedstawimy w MAKROmapie w dn. 7.09.2015.

 **Czy fala upałów ugotowała polską produkcję przemysłową?**

**W sierpniu br. w Polsce odnotowano rekordowo wysokie temperatury powietrza. 8 sierpnia 2015 r. maksymalna temperatura w ciągu dnia wyniosła 38°C, co było jej najwyższym poziomem od 1921 r. W latach 2005-2015 średnia miesięczna temperatura dobową (przeciętna w ciągu 24 godzin) w sierpniu wahała się w przedziale 16 – 19°C, a w sierpniu br. wyniosła 22°C. Skrajne warunki atmosferyczne po raz pierwszy od 1989 r. doprowadziły do ograniczeń w dostawach energii elektrycznej na terenie kraju, a tym samym, do zmniejszenia możliwości produkcyjnych przedsiębiorstw w Polsce. Poniższa analiza ma na celu oszacowanie wpływu tych ograniczeń na krajową produkcję przemysłową.**

Polskie Sieci Elektroenergetyczne (PSE) w dniu 10 sierpnia 2015 r. ogłosiły w komunikacie, że w związku z utrzymującą się falą upałów w Polsce wystąpiło obniżenie – poniżej poziomu wymaganego minimum – dostępnych rezerw zdolności wytwórczych. Wysokie temperatury i brak opadów utrzymujące się od przełomu lipca i sierpnia doprowadziły z jednej strony do obniżenia poziomu wód w rzekach, a jednocześnie nagrzały powietrze i wodę, co obniżyło wydajność systemów chłodzących w niektórych elektrowniach. W wyniku nieplanowanych ubytków mocy, PSE odnotowało 10 sierpnia spadek produkcji energii o ok. 10%. Dodatkowo fala upałów zbiegła się z sezonem remontowym w elektrowniach, przez co część bloków była wyłączona z powodu modernizacji. W tym samym czasie miała miejsce również awaria bloku energetycznego w Bełchatowie.

W efekcie, w dniach 10-12 sierpnia, w godzinach 10:00-22:00 PSE wprowadzało ograniczenia w dostawach energii elektrycznej. W godzinach nocnych, od 22:00 do 10:00, nie obowiązywały ograniczenia w poborze mocy. Zaburzenia w dostawach energii dotyczyły dużych odbiorców, którzy w umowach dystrybucyjnych mają określony poziom mocy umownej powyżej 300kW. Nie dotyczyły natomiast tzw. odbiorców sensytywnych (czyli np. szpitali, obiektów wojskowych, czy lotnisk) oraz gospodarstw domowych. Zgodnie z danymi URE w Polsce funkcjonuje ok. 8 000 podmiotów o mocy umownej powyżej 300kW, a jak wynika z wypowiedzi E. Kopacz, ograniczenia mogły dotknąć ponad 1 600 przedsiębiorstw.

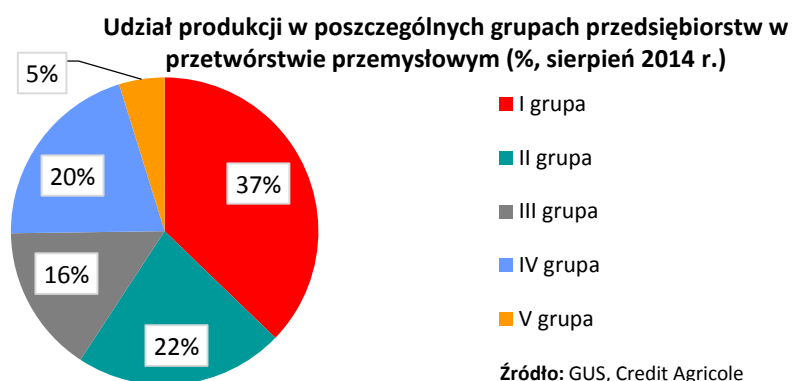
Ze względu na odrębną charakterystykę procesu produkcyjnego w różnych branżach przetwórstwa przemysłowego, przedsiębiorstwa z poszczególnych działów reagowały w odmienny sposób na wprowadzenie ograniczeń w dostawach energii. Zgodnie z uzyskanymi przez nas informacjami od firm i naszą oceną ekspercką, część przedsiębiorstw miała problemy z natychmiastowym ograniczeniem zużycia energii i produkcji. W wielu przypadkach zatrzymanie produkcji zajmowało dłuższy okres czasu, jeżeli więc dane przedsiębiorstwo dostosowało się ostatecznie do ograniczeń w dostawach energii, odnotowało ono tylko częściowy spadek produkcji. W efekcie firmy te ograniczyły produkcję w niewystarczającym stopniu i istnieje duże prawdopodobieństwo, że zapłacą kary nałożone przez URE, Ewentualne powstałe zaległości produkcyjne zostały natomiast najprawdopodobniej nadrobione do końca miesiąca (I grupa przedsiębiorstw reprezentująca ok. 37% produkcji przetwórstwa przemysłowego).

Niektóre firmy częściowo lub całkowicie zastąpiły niedobory prądu alternatywnymi źródłami energii lub przenosiły produkcję na nocne zmiany, kiedy nie obowiązywały ograniczenia w dostawach energii. W ten sposób z ograniczeniami w dostawach energii poradził sobie np. KGHM, który uruchomił produkcję energii w blokach gazowo-parowych (firma zdecydowała się wybudować je po 4-godzinnym paraliżu w dostawach energii w 2009 r.), czy Amica, która przeniosła produkcję na godziny nocne. Firmom, które dostosowały się w ten sposób do ograniczeń w dostawach energii udało się ograniczyć częściowo lub całkowicie spadek produkcji. Ponadto istnieje bardzo duże prawdopodobieństwo, iż ewentualne

przestoje produkcyjne firmy te rekompensowały do końca sierpnia wprowadzając nocne zmiany i tym samym zwiększając moce produkcyjne (II grupa – ok. 22% produkcji przetwórstwa).

Ograniczenia nie dotknęły również w ogóle części przedsiębiorstw, gdyż stopnie zasilania wypadły w terminie przerw urlopowych. W pierwszych tygodniach sierpnia remonty linii produkcyjnej odbywały się np. w fabrykach Opla, Fiata, czy Volkswagena. Firmy te nie odczuły zatem ograniczeń w dostawach energii (III grupa – ok. 16% produkcji przetwórstwa).

Ograniczenia w dostawach energii miały przede wszystkim negatywny wpływ na przedsiębiorstwa, które pracują w ruchu ciągłym, czyli 24 godziny na dobę. Ze względu na trzymianowy tryb pracy nie będą one w stanie nadrobić wynikłych przestojuw w produkcji w godzinach nocnych (IV grupa – 20% produkcji przetwórstwa). Niektóre przedsiębiorstwa pracujące w ruchu ciągłym nawet w wypadku niewielkich ograniczeń w dostawach energii były zmuszone całkowicie zawiesić produkcję. W takiej sytuacji znalazła się np. branża hutnicza, która ze względu na charakterystykę procesu produkcyjnego nie jest w stanie jedynie częściowo ograniczyć produkcji (V grupa – ok. 5% produkcji przetwórstwa).



W naszej ocenie udział produkcji w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego, które nie zmniejszyły produkcji w wyniku ograniczeń w dostawach energii lub ją nadrobiły do końca sierpnia wyniósł ok. 75% (są to przedsiębiorstwa zakwalifikowane do I, II i III grupy), z kolei udział przedsiębiorstw, które były zmuszone ograniczyć produkcję w

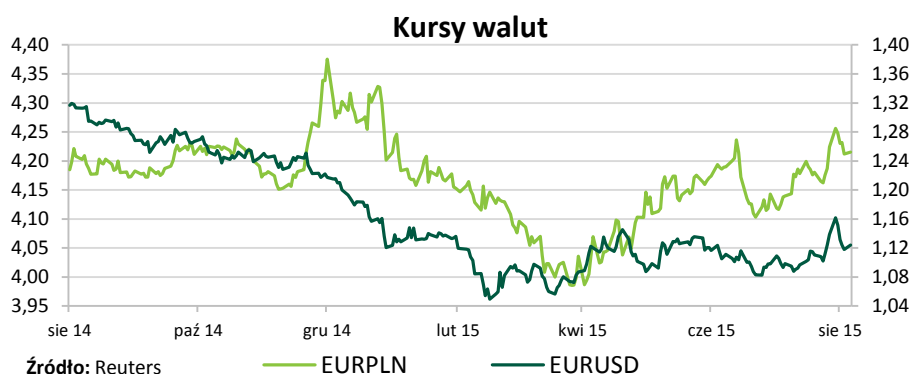
wyniku ograniczeń dostaw energii wyniósł 25% (IV i V grupa). Wpływ ograniczeń w dostawach energii na produkcję przemysłową w sierpniu br. oszacowaliśmy odrębnie dla pięciu powyższych grup przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę sposób radzenia sobie z ograniczeniem w dostawie prądu, możliwość nadrobienia produkcji w późniejszym czasie oraz długość trwania przestojuw, szacujemy, że ograniczenia w dostawie energii obniżyły roczną dynamikę produkcji w sierpniu br. o ok. 1,8 pkt. proc.

Wpływ nadzwyczaj wysokich temperatur w sierpniu nie ograniczał się jedynie do zaburzeń w dostawach energii, a tym samym, do ograniczenia możliwości produkcyjnych przedsiębiorstw w Polsce. Paradoksalnie miał on również pozytywny wpływ, na produkcję i dystrybucję powietrza oraz schłodzonej wody wykorzystywanych np. do użytkowania klimatyzacji, chłodzenia sprzętu IT, czy przechowywania żywności w niskich temperaturach. Produkcja ta uwzględniona jest w danych o produkcji przemysłowej GUS w kategorii „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych”.

Na podstawie przeprowadzonej przez nas analizy ekonometrycznej, szacujemy, że każdy dzień z dobową temperaturą powyżej 25°C oddziałuje w kierunku wzrostu produkcji w kategorii „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych” o 3,3% wolumenu produkcji w tej kategorii z sierpnia 2014 r. W sierpniu br. było 5 takich dni, co podwyższyło produkcję w tej kategorii o 16,7% wolumenu produkcji z sierpnia 2014 r. Waga tej kategorii w produkcji przemysłowej ogółem jest niska (7,4%) a tym samym szacujemy, że efekt ten będzie oddziaływał w kierunku wzrostu rocznej dynamiki produkcji przemysłu ogółem w sierpniu br. o ok. 1,2 pkt. proc.

Wyższa produkcja przemysłowa w kategorii „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych” częściowo skompensowała spadek produkcji związany z przestojami produkcyjnymi w przetwórstwie przemysłowym. W sumie oczekujemy, że na skutek upałów roczna dynamika produkcji przemysłowej została ograniczona o ok. 0,6 pkt. proc. w sierpniu br. Negatywny wpływ na roczną dynamikę PKB w III kw. będzie naszym zdaniem ograniczony i wyniesie poniżej 0,1 pkt. proc.

## Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA negatywne dla złotego

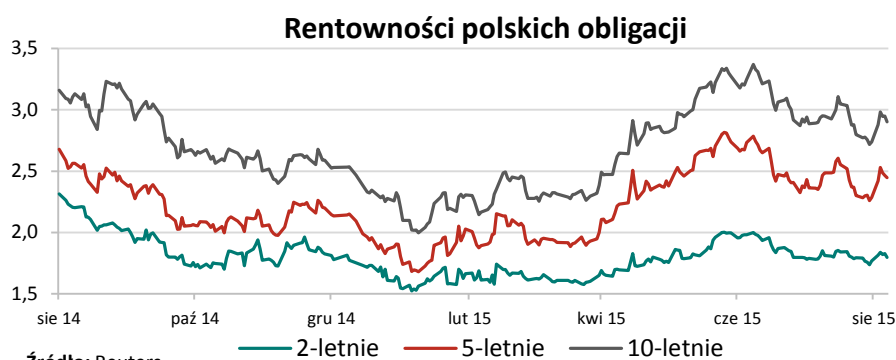


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2121 (umocnienie złotego o 0,3%).** W poniedziałek kurs złotego charakteryzował się podwyższoną zmiennością, co związane było z wyprzedzą na światowym rynku finansowym spowodowaną załamaniem na chińskich giełdach. Po południu kurs EURPLN osiągnął swoje lokalne maksimum przekraczając

poziom 4,26. We wtorek mieliśmy do czynienia z przejściowym umocnieniem złotego w reakcji na decyzję Ludowego Banku Chin o obniżeniu stóp procentowych. W dalszej części dnia złoty jednak tracił na wartości, w kierunku czego oddziaływał wyraźnie wyższy od oczekiwań odczyt indeksu Conference Board. W środę złoty łagodnie się umacniał w wyniku spadku światowej awersji do ryzyka, dodatkowo wspierany przez gołębią wypowiedź członka FED W. Dudleya (patrz powyżej), która obniżyła oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp na wrześniowym posiedzeniu FED. W czwartek rano kurs EURPLN kontynuował spadki, niemniej jednak w drugiej części dnia nastąpiła korekta. Osłabienie złotego było wspierane przez wyższy od konsensusu rynkowego odczyt drugiego szacunku amerykańskiego PKB, który zwiększył oczekiwania rynku na podwyżki stóp w USA. W piątek kurs złotego, podobnie jak kursy innych walut rynków wschodzących charakteryzował się podwyższoną zmiennością, co związane było z licznymi publikacjami finalnych odczytów PKB w europejskich gospodarkach.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kursu złotego będzie piątkowa publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy. W przypadku realizacji naszej prognozy zakładającej wyższy od konsensusu rynkowego wzrost zatrudnienia oczekujemy osłabienia złotego. Lekko negatywne dla złotego będą również pozostałe odczyty z USA (indeksy ISM w przetwórstwie i poza przetwórstwem). W kierunku umocnienia polskiej waluty może oddziaływać natomiast oczekiwany przez nas gołębi wydzźwięk czwartkowej konferencji po posiedzeniu EBC. Podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty oczekujemy natomiast podczas środowej konferencji prasowej po posiedzeniu RPP. Wtorkowy odczyt indeksu PMI w polskim przetwórstwie, w przypadku realizacji naszej prognozy będzie lekko negatywny dla złotego.

## Konferencja po posiedzeniu RPP może podwyższyć zmienność cen długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,796 (wzrost o 3pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,446 (wzrost o 16pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,901 (wzrost o 16pb). W poniedziałek i wtorek odnotowano wzrost rentowności polskich obligacji na całej długość krzywej dochodowości. Był on związany z

wyprzedają na światowym rynku finansowym spowodowaną załamaniem na chińskich giełdach. Od środy do piątku mieliśmy do czynienia ze względną stabilizacją cen polskich obligacji. W piątek odnotowano spadek rentowności polskiego długu, widoczny szczególnie na krótkim końcu krzywej, będący efektem obniżenia globalnej awersji do ryzyka. Wsparcie dla takiej oceny stanowi zmniejszenie spreadu pomiędzy polskim, a niemieckimi i amerykańskimi obligacjami.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą piątkowe dane nt. wzrostu zatrudnienia poza rolnictwem w USA. Oczekujemy, iż okaże się on wyższy od konsensusu rynkowego, co może oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Spadek cen polskiego długu mogą spowodować również pozostałe dane z USA (indeksy ISM w przetwórstwie i poza przetwórstwem, raport ADP). Podwyższona zmienność cen polskich obligacji może wystąpić podczas środowej konferencji po posiedzeniu RPP. Oczekiwany przez nas gołębi wydźwięk czwartkowej konferencji po posiedzeniu EBC może być lekko pozytywny dla cen polskiego długu. Wtorkowa publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa, w przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy, może oddziaływać w kierunku spadku rentowności 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	4,22
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	3,75
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	3,91
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	10,1	
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	3,0	3,4	3,5	3,4	3,4	3,2	2,8	3,1	3,2	3,2	
Inwestycje (% r/r)	11,4	6,4	10,3	11,0	6,3	4,9	4,1	3,4	9,2	10,2	4,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,0	5,2	8,1	8,1	5,8	5,0	4,8	3,6	5,7	7,4	4,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	5,4	7,5	8,3	6,6	6,2	6,4	6,7	9,1	6,7	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	1,1	1,9	3,0	0,9	0,9	0,8	1,0	1,7	2,2	0,9
	Eksport netto (pp.)	1,1	0,0	0,4	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-1,4	-1,4	0,4	-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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 31.08.2015r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,2		0,1
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Sierpień	54,7		54,7
<b>Wtorek 01.09.2015r.</b>						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Sierpień	50,0		49,7
3:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	47,1	47,1	
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>54,5</b>	<b>53,8</b>	<b>54</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	53,2	53,2	53,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,4	52,4	52,4
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	11,1		11,1
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,9	52,9	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,7	52,9	52,6
<b>Środa 02.09.2015r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	-2,2		-2,1
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Sierpień	185		201
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	1,8	0,5	0,9
<b>Czwartek 03.09.2015r.</b>						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Sierpień	54,3	54,3	54,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Sierpień	54,1	54,1	54,1
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	-0,6		0,6
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Wrzesień	0,05		
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	271		
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Sierpień	60,3	58,6	58,0
<b>Piątek 04.09.2015r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	2,0		-0,5
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	II kw.	0,3		0,3
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	II kw.	1,2		1,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	5,3	5,3	5,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Sierpień	215	220	220

\* 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