

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na wtorek publikacja sierpniowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się do 52,8 pkt. w sierpniu wobec 53,2 pkt. w lipcu. Zmniejszenie wartości wskaźnika nastąpiło przy spowolnieniu tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech oraz jej spadku we Francji (naszym zdaniem zagregowany indeks PMI ukształtował się w tym kraju poniżej granicy 50 pkt.). W czwartek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększy się do 108,4 pkt. w sierpniu z 108,3 pkt. w lipcu. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich publikacja, sygnalizująca wzrost prawdopodobieństwa dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej przez EBC, może być lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w USA będzie doroczne, rozpoczynające się w czwartek, trzydniowe sympozjum w Jackson Hole.** Tegorocznym tematem przewodnim konferencji będzie zagadnienie ewolucji polityki pieniężnej w przyszłości („Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future”). W konferencji weźmie udział prezes FED J. Yellen, jednak biorąc pod uwagę tematykę konferencji, w jej wystąpieniu najprawdopodobniej nie pojawią się nowe, istotne informacje dotyczące krótkookresowych perspektyw kształtowania się polityki monetarnej w USA. Tym samym oczekujemy, że sympozjum nie będzie miało istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W czwartek opublikowane zostaną wstępne lipcowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zwiększyły się one o 3,1% m/m wobec spadku o 3,9% w czerwcu (efekt wyższych zamówień w firmie Boeing). W tym tygodniu poznamy również dane nt. sprzedaży nowych domów (wzrost o 571 tys. w lipcu wobec 592 tys. w czerwcu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,52 mln wobec 5,57 mln). W piątek zostanie opublikowany drugi szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 1,0% wobec 1,2% we wstępnym szacunku ze względu na niższe wkłady zapasów i eksportu netto. Zza oceanu napłyną ponadto dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że zrewidowany w górę finalny indeks Uniwersytetu Michigan (90,8 pkt. wobec 90,0 pkt. w lipcu) będzie odzwierciedlać poprawę nastrojów gospodarstw domowych w sierpniu. Nasze prognozy dotyczące danych makroekonomicznych w USA kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich publikacje będą oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W środę zostały opublikowane Minutes z lipcowego posiedzenia FOMC.** W ocenie członków FED krótkoterminowe ryzyko spowolnienia wzrostu amerykańskiej gospodarki zmniejszyło się, a krótkookresowy wpływ Brexit na sytuację w USA okazał się być ograniczony. Niemniej jednak będą oni nadal uważnie monitorować czynniki średnio- i długookresowego ryzyka dla amerykańskiej gospodarki. Przeważająca grupa członków FED oczekuje, że wzrost gospodarczy w USA w II poł. br. ukształtuje się powyżej potencjału, a poprawa sytuacji na rynku pracy będzie kontynuowana. Jednocześnie większość członków FED zaznaczyło, że wygasanie efektu ubiegłorocznej niskiej bazy związanego ze spadkiem cen ropy naftowej oraz umocnieniem dolara stanowi wsparcie dla wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach. Zgodnie z zapisem dyskusji

członkowie FED przed rozpoczęciem dalszej normalizacji polityki monetarnej chcą jednak poczekać na dodatkowe dane potwierdzające wzrost aktywności w amerykańskiej gospodarce oraz stabilną sytuację na rynku pracy. Część członków FED oczekuje, że w najbliższym czasie sytuacja gospodarcza pozwoli na dalsze zacieśnianie polityki monetarnej. W efekcie podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym zakładamy jedną podwyżkę docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej w br. – o 25 pb w grudniu, do poziomu [0,50%; 0,75%].

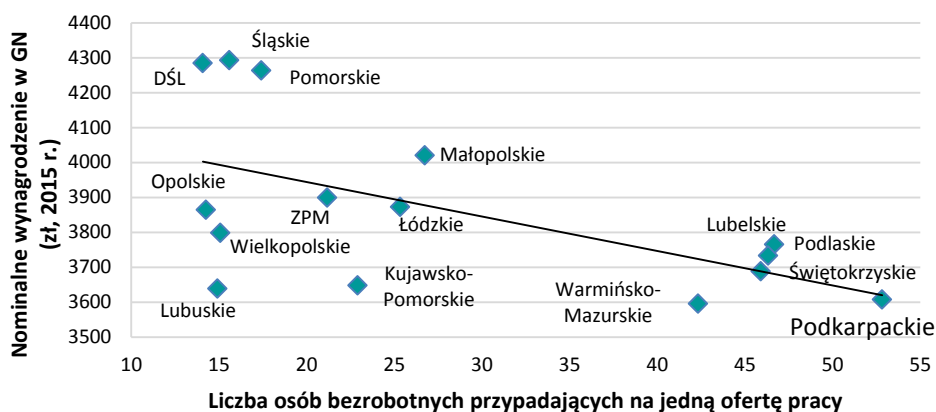
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w lipcu o 0,7% m/m wobec wzrostu o 0,4% w czerwcu. Zwiększenie dynamiki produkcji przemysłowej wynikało z jej wyższego tempa wzrostu w przetwórstwie oraz górnictwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w lipcu do 75,9% wobec 75,4% w czerwcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę domów zmniejszyła się w lipcu do 1152 tys. wobec 1153 tys. w czerwcu, podczas gdy liczba rozpoczętych budów domów wzrosła do 1211 tys. wobec 1186 tys. Wskaźniki ukształtowały się tym samym na relatywnie wysokim w porównaniu do ostatnich kilku lat poziomie, co wskazuje na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również regionalne wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Indeks NY Empire State zmniejszył się w sierpniu do -4,2 pkt. wobec 0,6 pkt. w lipcu, podczas gdy indeks Philadelphia FED zwiększył się do 2,0 pkt. wobec -2,9 pkt. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA zwiększy się w III kw. do 2,2% wobec 1,2% w II kw.
- ✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w lipcu o 3,4% r/r wobec wzrostu o 6,0% w czerwcu.** Głównym źródłem spadku produkcji był silny negatywny efekt statystyczny związany z niekorzystną różnicą w liczbie dni roboczych. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej w lipcu było przesunięcie przerwy urlopowej w fabrykach Volkswagena w Poznaniu i Opla w Gliwicach (por. MAKROpuls z 18.08.2016). Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w lipcu o 18,8% r/r wobec spadku o 13,0% w czerwcu. W strukturze produkcji na szczególną uwagę zasługuje stabilizacja dynamiki w kategorii "obiekty inżynierii lądowej i wodnej". Stanowi ona wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym odnotowane w I poł. br. wyhamowanie inwestycji publicznych, związane ze zmniejszonym wykorzystaniem środków unijnych na początku nowej perspektywy finansowej 2014-2020 jest przejściowe. Uważamy, że w kolejnych miesiącach, pomimo wciąż niskiej aktywności inwestycyjnej sektora publicznego, roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej będzie stopniowo rosła, do czego przyczynią się efekty niskiej ubiegłorocznej bazy. Lipcowe dane o produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlano-montażowej stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy zakładającej przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 3,7% r/r w III kw. z 3,1% w II kw.
- ✔ **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w lipcu o 2,0% r/r wobec wzrostu o 4,6% w czerwcu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż detaliczna zwiększyła się w lipcu o 4,4% r/r wobec wzrostu o 6,5% w czerwcu. Spowolnienie wzrostu sprzedaży detalicznej mało szeroki zakres, tym samym uważamy, że był to przede wszystkim rezultat oddziaływania efektu związanego z niekorzystną różnicą w liczbie dni roboczych. Lipcowe dane o sprzedaży detalicznej nie uwzględniają w pełni popytu konsumpcyjnego realizowanego z użyciem środków z programu Rodzina 500+, takich jak np. wyjazdy wakacyjne lub używane samochody (por. MAKROpuls z 19.08.2016). Dane o konsumpcji prywatnej uwzględniają te wydatki, co przy silnym wzroście funduszu płac (patrz poniżej) stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji prywatnej wzrośnie do 5,1% r/r w III kw. wobec 4,2% w II kw.
- ✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w lipcu do 4,8% r/r wobec 5,3% w czerwcu.** Zmniejszenie tempa wzrostu wynagrodzeń wynikało w znacznym stopniu z ustąpienia efektu niskiej bazy sprzed roku m.in. w kategorii "produkcja

koksu i produktów rafinacji ropy naftowej”, związanego z przesunięciem wypłat zmiennych składników wynagrodzenia (por. MAKROpuls z 17.08.2016). Roczna dynamika zatrudnienia wzrosła w lipcu do 3,2% wobec 3,1% w czerwcu, co jest jej najwyższym poziomem od lipca 2011 r. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w lipcu 9,2% r/r wobec 9,4% w czerwcu i 8,7% w II kw. Uważamy, że narastająca presja płacowa związana z poprawą sytuacji na rynku pracy i zwiększającą się barierą w postaci trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będzie w kolejnych miesiącach oddziaływała w kierunku utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu nominalnych wynagrodzeń na poziomie powyżej 4%. Jednocześnie z uwagi na zbliżanie się rynku pracy do stanu równowagi oczekujemy, że roczna dynamika zatrudnienia osiągnie lokalne maksimum w III kw., a począwszy od IV kw. zacznie się stopniowo obniżać.

Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w sierpniu do 0,5 pkt. wobec -6,8 pkt. w lipcu. Wzrost wskaźnika wynikał z efektu niskiej bazy sprzed miesiąca związanego z negatywnym wpływem wyniku referendum w sprawie Brexit na nastroje w Niemczech. Niemniej jednak, zgodnie z komunikatem, wzrost indeksu ograniczony był przez zwiększenie ryzyka politycznego na świecie (Brexit, sytuacja w Turcji, wybory prezydenckie w USA), a także obawy o stabilność systemu bankowego w UE. Prognozujemy, że tempo wzrostu niemieckiego PKB w III kw. zmniejszy się do 0,3% kw/kw wobec 0,4% w II kw.

Maleje regionalne zróżnicowanie wynagrodzeń

Poziom wynagrodzeń jest silnie zróżnicowany pomiędzy województwami. Najwyższe przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej w 2015 r. odnotowano w województwie mazowieckim (ponad 29% wyższe niż średnia krajowa). Relatywnie wysokie płace były również w: województwie śląskim (wyższe o 8,2%), dolnośląskim (7,9%) i pomorskim (7,4%). Natomiast najniższy poziom wynagrodzenia przypadał na województwa: warmińsko-mazurskie (niższe o 9,4% od średniej), podkarpackie (9,1%), lubuskie (8,3%), kujawsko-pomorskie (8,1%) i świętokrzyskie (7,1%). Różnica między województwami o najwyższej i najniższej wysokości wynagrodzeń stopniowo wzrastała w ciągu ostatniej dekady i w 2015 r. wyniosła 1540 zł wobec 1132 zł w 2005 r. Miara ta traktuje zagadnienie regionalnego zróżnicowania dochodów w sposób uproszczony (porównywana jest tylko rozpiętość wynagrodzeń) i nie należy na jej podstawie wyciągać daleko idących wniosków nt. regionalnych nierówności płacowych. Tematyka regionalnego zróżnicowania wynagrodzeń, w tym presji płacowej jest istotna z punktu widzenia badania konkurencyjności krajowych przedsiębiorstw. Poniżej przedstawiamy w szerszym zakresie to zagadnienie.



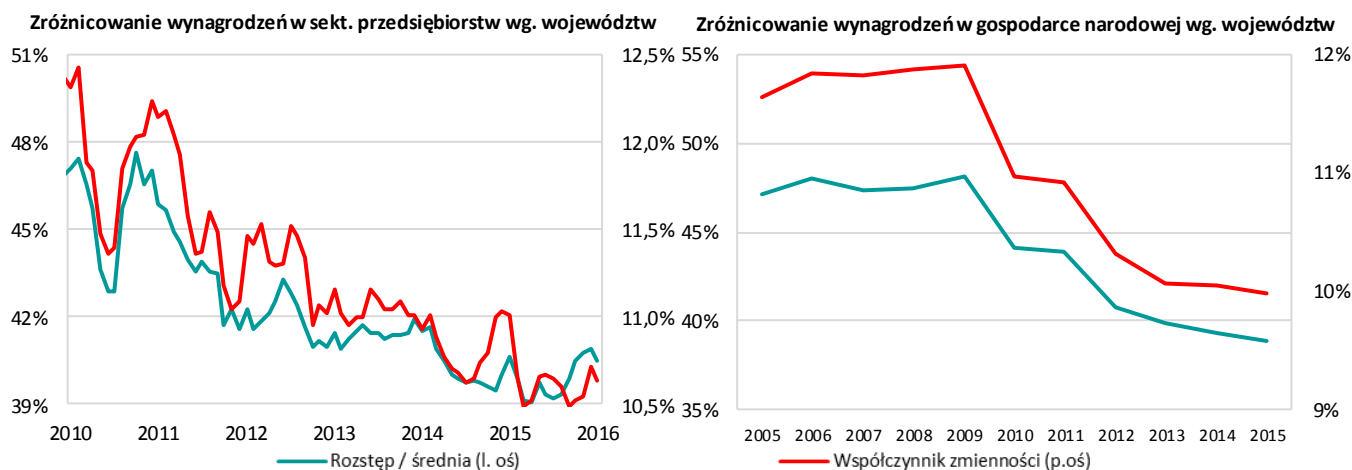
Źródło: BDL, Credit Agricole

* na wykresie pominięto województwo mazowieckie

Województwa charakteryzujące się najwyższym poziomem płac wyróżnia głównie obecność dużych, dobrze rozwiniętych ośrodków miejskich. Ponadto wśród przyczyn wysokiego poziomu wynagrodzeń na wskazanych obszarach można wymienić czynniki historyczne, dobrze rozbudowaną infrastrukturę związaną z obsługą biznesu, alokację dużych korporacji zatrudniających wysoko wykwalifikowaną i

wyspecjalizowaną kadre, korzystne położenie w sąsiedztwie z zagranicą, lub w bezpośredniej bliskości morza, umożliwiające kooperację z inwestorami zagranicznymi oraz dostęp do najlepszych uczelni wyższych kształcących przyszłych pracowników na bardzo wysokim poziomie. W strukturach zatrudnienia oraz wytwarzania PKB w tych województwach zdecydowanie dominują usługi charakteryzujące się wyższą przeciętną krajową produktywnością niż przemysł czy rolnictwo, co determinuje wyższe zarobki.

W przypadku województw charakteryzujących się najniższym poziomem płac, wśród przyczyn takiego stanu wskazuje się przede wszystkim stosunkowo niewielki postęp w dziedzinie procesów restrukturyzacyjnych, jak również opóźniony rozwój przemysłu oraz infrastruktury. Ponadto województwa te obejmują w większości tereny rolnicze, działa na nich niewielka liczba przedsiębiorstw, a ich konkurencyjność jest niska. Na obszarach tych występuje mała liczba dużych ośrodków miejskich, co skłania firmy oraz najbardziej przedsiębiorczych Polaków do migracji do innych województw, gdzie sytuacja na rynku pracy jest lepsza. Biorąc pod uwagę powyższe tendencje można zaobserwować silną zależność pomiędzy sytuacją na rynku pracy w danym województwie (mierzoną np. liczbą osób bezrobotnych przypadających na jedną ofertę pracy), a wysokością nominalnego wynagrodzenia w województwie (por. wykres).



Źródło: BDL, Credit Agricole

*Rozstęp jest równy różnicy danych z województw o najwyższym i najniższym poziomie wynagrodzeń

Miarą, która pozwala zobrazować regionalne zróżnicowanie wynagrodzeń jest współczynnik zmienności (iloraz odchylenia standardowego i średniej dla wynagrodzeń w poszczególnych 16 województwach). Wyższa wartość tego wskaźnika wskazuje na wzrost zróżnicowania badanej zmiennej. Zarówno w przypadku wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce narodowej można zaobserwować spadek tego wskaźnika od 2010 r. Tempo spadku jednak wyraźnie wyhamowało w ostatnich kwartałach. Podobne tendencje są widoczne w przypadku innej miary zróżnicowania płac obliczanej jako iloraz różnica wynagrodzeń pomiędzy województwami o najwyższym i najniższym poziomie płac oraz przeciętnej płacy w kraju. Oba wskaźniki sygnalizują, że regionalne zróżnicowanie wynagrodzeń w Polsce stopniowo zmniejszało się w ostatniej dekadzie, jednak w ciągu ostatnich kilku kwartałów tempo tych zmian uległo wyhamowaniu.

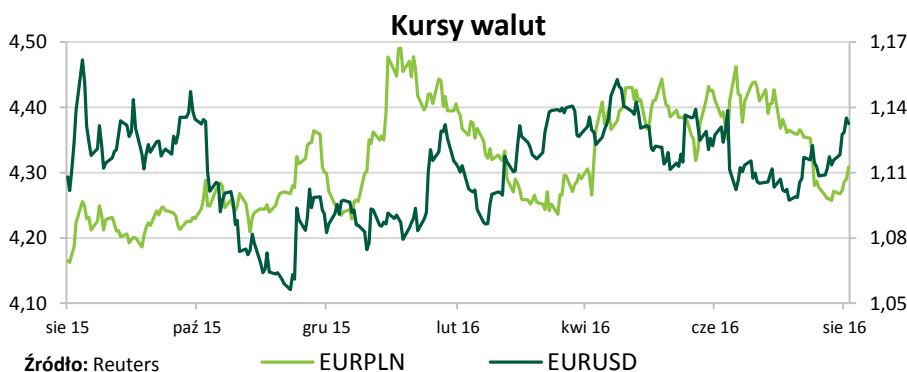
Brak wyraźnej tendencji do zmniejszania się nierówności płacowych w ostatnich kwartałach można stwierdzić również na podstawie dynamiki płac w poszczególnych województwach. Z pięciu województw o najniższych wynagrodzeniach (podkarpackie, świętokrzyskie, lubuskie, kujawsko-pomorskie i warmińsko-mazurskie) w ostatnich dwóch latach dynamika płac uległa relatywnemu zwiększeniu w stosunku do średniego tempa wzrostu w całym kraju tylko w dwóch województwach (warmińsko-mazurskim i lubuskim). Co więcej, nie zaobserwowaliśmy wyraźnej korelacji pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń w województwie a dynamiką wydajności. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku

przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń jest natomiast zmiana sytuacji na rynku pracy. W ostatnich kwartałach tylko dwa województwa (kujawsko-pomorskie i podkarpackie) odnotowały silny na tle innych regionów spadek bezrobocia. W efekcie, województwa te ukształtowały się w pierwszej czwórce regionów o najwyższej dynamice płac w tym okresie. W pozostałych biedniejszych regionach obserwowano umiarkowany (na tle całego kraju) wzrost wynagrodzeń.

Uważamy, że brak wyraźnych tendencji do dalszego zmniejszania regionalnego zróżnicowania wynagrodzeń będzie kontynuowany również w kolejnych kwartałach. Wsparcie dla takiej oceny stanowią wyniki badań atrakcyjności inwestycyjnej województw. Wskaźnik Potencjalnej Atrakcyjności Inwestycyjnej opracowany przez Centrum Analiz Regionalnych i Lokalnych Szkoły Głównej Handlowej, biorący pod uwagę 43 czynniki obrazujące mikroklimaty: administracyjny, infrastruktury społecznej i technicznej, rynkowy i zasobów pracy, takie jak m.in. dostępność infrastruktury, produktywność siły roboczej, czy ilość barier administracyjnych wskazuje, że relatywna atrakcyjność inwestycyjna województw o niższych płacach nie zwiększa się. Tym samym mało prawdopodobne jest aby nastąpiło istotne przesunięcie w kierunkach napływu prywatnych inwestycji – do tych o niższych wynagrodzeniach kosztem lepiej rozwiniętych regionów. Bez zwiększenia skali napływu nowych inwestycji nie spodziewamy się wyraźnej względnej poprawy sytuacji na rynku pracy w tych regionach, a w rezultacie względne (na tle całego kraju) zwiększenie presji płacowej w biedniejszych województwach jest mało prawdopodobne.

Czynnikami ryzyka dla naszego scenariusza mogą być działania rządu wspierające reorientację geograficzną napływu prywatnych inwestycji. Zgodnie ze Strategią na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju udział najstabilniej rozwiniętych województw w tworzeniu polskiego PKB ma ulec zwiększeniu do 2020r. przy jednoczesnym zmniejszeniu rozwarstwienia wynagrodzeń między województwami. Niemniej jednak proponowane działania w tym zakresie mają na razie charakter ogólnikowy (usprawnienie administracji, udogodnienia dla inwestorów, zwiększenie napływu środków w ramach krajowych i unijnych Programów Operacyjnych). Tym samym trudno na chwilę obecną ocenić wpływ tych działań na wzrost wynagrodzeń w najstabilniej rozwiniętych województwach w średnim okresie. Zmniejszenie różnic rozwojowych pomiędzy regionami może być również realizowane bezpośrednio z użyciem inwestycji publicznych. Ze względu na charakter realizowanych projektów (głównie infrastruktura transportowa), które nie ograniczają większości barier rozwojowych w biedniejszych regionach uważamy, że inwestycje publiczne będą stanowiły niewystarczający impuls do silnego przyspieszenia wzrostu płac w tych województwach.

Publikacje wstępnych indeksów PMI w strefie euro mogą umocnić złotego



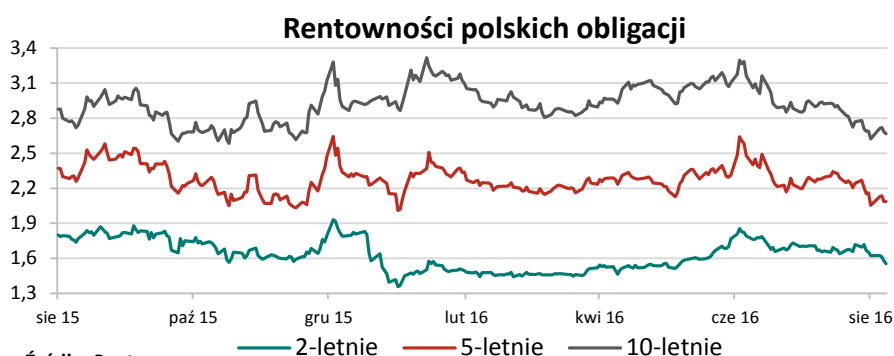
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3089 (osłabienie złotego o 0,9%). W poniedziałek z uwagi na ubogi kalendarz makroekonomiczny i dzień wolny od pracy w Polsce kurs polskiej waluty był stabilny i oscylował wokół poziomu 4,265 za euro. We wtorek rano złoty zyskiwał na wartości, jednak popołudniowa publikacja

lepszego od oczekiwań danych nt. produkcji przemysłowej w USA doprowadziła do jego deprecjacji. W środę mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego oraz innych walut regionu wraz ze wzrostem światowej awersji do ryzyka odzwierciedlanej zwiększeniem indeksu VIX przed wieczorną publikacją Minutes z posiedzenia FOMC. Na czwartkowym otwarciu kurs polskiej waluty ukształtował się powyżej

środowego zamknięcia gdyż w *Minutes* FOMC nie znalazły się informacje zwiększające istotnie prawdopodobieństwo zacieśniania polityki monetarnej FOMC w najbliższym czasie. Po południu doszło do przejściowego osłabienia złotego w reakcji na wyraźnie słabsze od oczekiwań krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W piątek złoty oraz inne waluty regionu nieznacznie traciły na wartości wraz ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (wtorkowe indeksy PMI oraz czwartkowy indeks Ifo dla Niemiec). W przypadku realizacji naszych niższych od oczekiwań rynkowych prognoz, dane mogą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Do aprecjacji polskiej waluty mogą przyczynić się również liczne dane z USA (drugi szacunek PKB, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, zamówienia na dobra trwałe użytku oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Wypowiedzi Janet Yellen na sympozjum w Jackson Hole będzie w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego.

Kolejna udana aukcja polskiego długu



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 1,553 (spadek o 7pb), obligacji 5-letnich zwiększyły się do poziomu 2,086 (wzrost o 3pb), a obligacji 10-letnich zwiększyły się do poziomu 2,665 (wzrost o 4pb). W poniedziałek obroty na polskim rynku długu były

wstrzymane z uwagi na dzień wolny od pracy w Polsce. We wtorek mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności polskich obligacji widocznym przede wszystkim na środkowym odcinku i długim końcu krzywej dochodowości, do czego przyczyniła się publikacja lepszych od oczekiwań danych nt. produkcji przemysłowej w USA. Od środy do piątku utrzymywał się wzrost cen polskiego długu na całej długości krzywej dochodowości. W kierunku spadku rentowności polskich obligacji oddziaływał brak nowych informacji w *Minutes* FOMC wskazujących na wzrost prawdopodobieństwa szybszego od oczekiwań rynku zacieśniania polityki monetarnej w USA, a także wyraźnie słabsze od konsensusu krajowe dane nt. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W czwartek miała miejsce również aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 5- i 10-letnich terminach zapadalności o łącznej wartości 7,95 mld zł przy popycie równym 10,8 mld zł. Udana aukcja długu oddziaływała w kierunku wzrostu jego cen widocznego szczególnie na środkowym odcinku i długim końcu krzywej dochodowości.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą publikacje wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (wtorkowe indeksy PMI oraz czwartkowy indeks Ifo dla Niemiec). W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz, dane mogą oddziaływać w kierunku wzrostu cen polskich obligacji. Pozytywny dla cen polskiego długu będzie również w naszej ocenie sumaryczny wpływ danych z USA (drugi szacunek PKB, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, zamówienia na dobra trwałe użytku oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan). Nie oczekujemy istotnego wpływu wystąpienia Janet Yellen na sympozjum w Jackson Hole na krzywą dochodowości w Polsce.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 15	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16
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*	4,14	4,23	4,25	4,25	4,27	4,26	4,42	4,35	4,24	4,37	4,38	4,38	4,35	4,30
Kurs USDPLN*	3,77	3,77	3,80	3,86	4,04	3,92	4,08	4,00	3,73	3,81	3,94	3,94	3,90	3,87
Kurs CHFPLN*	3,90	3,90	3,90	3,91	3,93	3,91	3,98	4,00	3,87	3,97	3,96	4,04	4,02	3,96
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	6,8	0,7	5,9	3,2	6,0	-3,4	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,8	8,6	
Saldo ROB (mln EUR)	-1174	-574	-608	-305	405	-573	771	-529	54	563	624	-203		
Eksport (r/r, % EUR)	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	-0,7	6,4		
Import (r/r, % EUR)	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,6	7,7	1,1	0,3	0,4	2,4		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2016				2017				2015	2016	2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,0	3,1	3,7	3,4	3,9	3,5	3,4	3,7	3,6	3,3	3,6	
Konsumpcja (% r/r)	3,2	4,2	5,1	4,3	4,5	3,4	2,8	2,5	3,1	4,2	3,3	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-3,9	4,1	4,3	4,9	5,9	5,9	6,2	5,8	0,7	5,9	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,9	7,5	9,0	8,0	8,2	6,3	6,5	6,7	6,8	7,9	6,9	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,3	9,9	11,2	6,9	9,2	7,4	6,9	7,1	6,3	9,3	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	2,5	3,1	2,1	2,9	2,0	1,7	1,2	1,8	2,4	1,9
	Inwestycje (pp.)	-0,2	-0,7	0,8	1,2	0,7	1,1	1,0	1,7	1,1	0,3	1,2
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,9	-0,9	0,7	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,3	-0,5	-0,2
Saldo obrotów bieżących***	-0,4	-0,3	-1,0	-1,4	-1,8	-2,2	-2,1	-2,0	-0,2	-1,4	-2,0	
Stopa bezrobocia (%)**	10,0	8,8	8,3	8,5	9,0	8,0	7,8	8,3	9,8	8,5	8,3	
Zatrudnienie poza rolnictwem (% r/r)	2,2	2,3	2,4	1,9	1,4	0,8	0,1	0,0	1,4	2,2	0,6	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,1	4,3	5,0	5,5	5,1	5,2	5,0	5,2	3,3	4,5	5,1	
Inflacja CPI (%)*	-0,9	-0,9	-0,8	0,1	1,6	1,7	1,5	1,6	-0,9	-0,6	1,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,67	1,71	1,71	1,71	1,71	1,96	2,13	2,21	1,72	1,71	2,21	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,24	4,38	4,37	4,30	4,30	4,20	4,20	4,15	4,26	4,30	4,15	
USDPLN**	3,73	3,94	3,94	3,91	3,91	3,85	3,89	3,81	3,92	3,91	3,81	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 23.08.2016r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Sierpień	53,8	53,6	53,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Sierpień	52,9	52,6	52,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Sierpień	52,0	51,8	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Sierpień	53,2	52,8	53,2
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,9		52,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Lipiec	592	571	580
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Sierpień	10,0		
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	-7,9		-7,6
Środa 24.08.2016r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,4	0,4	0,4
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Lipiec	8,8	8,6	8,6
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Lipiec	5,57	5,52	5,53
Czwartek 25.08.2016r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Sierpień	108,3	108,4	108,5
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Sierpień			
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Lipiec	-3,9	3,1	3,5
Piątek 26.08.2016r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Lipiec	5,0		4,9
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	II kw.	1,2	1,0	1,1
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Sierpień	90,4	90,8	90,6

* 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