W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja finalnego szacunku polskiego PKB w II kw. br. wraz z jego strukturą.** Prognozujemy, że podobnie jak we wstępnym szacunku tempo wzrostu PKB zwiększyło się w II kw. do 3,1% r/r z 3,0% w I kw. Naszym zdaniem w II kw. miało miejsce wyraźne przyspieszenie wzrostu spożycia prywatnego, wspieranego przez wypłaty środków w ramach programu Rodzina 500+. Uważamy jednak, że program ten przyczynił się jednocześnie do znaczącego zwiększenia popytu na towary i usługi importowane, co oddziaływało w kierunku spadku wkładu eksportu netto i tym samym ograniczyło pozytywny wpływ tego programu na tempo wzrostu PKB. W naszej ocenie dynamika inwestycji ogółem utrzymała się w II kw. poniżej zera, a tempo ich spadku w ujęciu r/r pogłębiło się. Uważamy, że publikacja danych będzie neutralna dla złotego i polskiego długu.
- **W piątek poznamy dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Opublikowane w ciągu ostatniego miesiąca badania koniunktury sygnalizowały wolniejszy wzrost liczby etatów w sierpniu w porównaniu do lipca. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia wyniósł 175 tys. osób w sierpniu wobec 255 tys. w lipcu. Jednocześnie prognozujemy, że stopa bezrobocia w sierpniu nieznacznie zmniejszyła się do 4,8% wobec 4,9% w lipcu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 171 tys. w sierpniu wobec 179 tys. w lipcu). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w USA. Prognozujemy, że indeks ISM w przetwórstwie zmniejszył się do 52,0 pkt. w sierpniu wobec 52,6 pkt. w lipcu, co będzie spójne z mieszanymi wynikami regionalnych badań koniunktury. Uważamy, że indeks zaufania konsumentów Conference Board, podobnie jak opublikowany w ubiegłym tygodniu indeks Uniwersytetu Michigan (patrz poniżej), wskaże na lekkie pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w sierpniu (96,9 pkt. wobec 97,3 pkt. w lipcu). Nasze prognozy wskaźników dotyczących gospodarki USA są zbliżone do oczekiwań rynkowych, a tym ich publikacje będą naszym zdaniem neutralne dla rynków finansowych.
- **W środę opublikowane zostaną wstępne dane o sierpniowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się do -1,0% r/r wobec -0,9% w lipcu.** Uważamy, że do spadku inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen żywności (efekt wysokiej bazy związany z ubiegłoroczną suszą). Nasza prognoza jest niższa od konsensusu (-0,9%), a tym samym jej materializacja będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i wzrostu cen polskich obligacji.
- **W środę poznamy wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że dynamika cen zwiększyła się sierpniu do 0,3% r/r wobec 0,2% w lipcu. Wyższa inflacja będzie skutkiem oddziaływania efektów niskiej bazy dla cen nośników energii. We wtorek opublikowany zostanie również wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że wzrosła ona do 0,5% r/r w sierpniu wobec 0,4% w lipcu. Oczekujemy, że dane te nie wpłyną istotnie na kurs złotego i rentowności obligacji.
- **W czwartek opublikowane zostaną sierpniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI wzrósł w sierpniu do 51,5 pkt. z 50,3 pkt. w lipcu. Naszym zdaniem źródłem zwiększenia tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie był efekt niskiej bazy sprzed miesiąca (urlopy w fabrykach samochodowych), a także dobra koniunktura w Niemczech (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (50,8 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek poznamy również odczyty indeksów PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że wskaźnik Caixin PMI zmniejszył się nieznacznie do 50,5 pkt. w sierpniu wobec 50,6 pkt. w lipcu. Prognozujemy, że wzrost odnotował natomiast indeks PMI wg CFLP, który wyniósł 50,0 pkt. w sierpniu wobec 49,9 pkt. w lipcu. Oczekujemy, ze wyniki badań koniunktury w Chinach wskazujące na stabilizację nastrojów w przetwórstwie będą neutralne dla rynków.

W zeszłym tygodniu

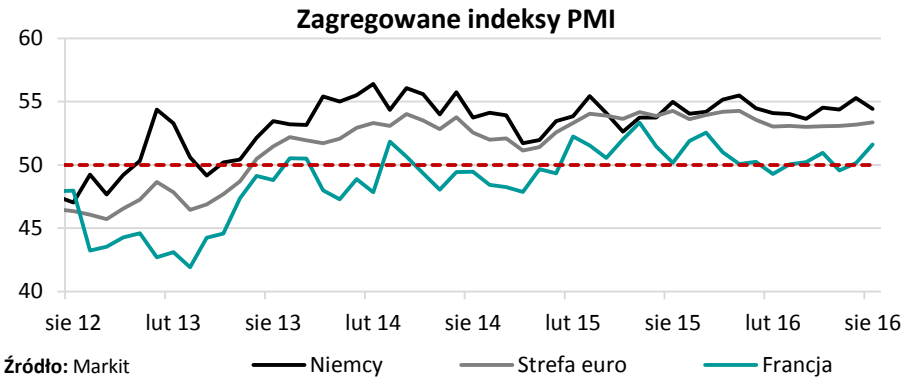
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wstępne wyniki badań koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w sierpniu do 53,3 pkt. wobec 53,2 pkt. w lipcu i 53,1 pkt. w II kw.** Wzrost indeksu wynikał z wyższych wartości składowych zarówno dla aktywności w usługach jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie (patrz poniżej). Dane nt. koniunktury w strefie euro nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym kwartalne tempo wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty w III kw. nie zmieni się w stosunku do II kw. i wyniesie 0,3%
- **W ubiegłym tygodniu w USA odbyło się doroczne trzydniowe sympozjum w Jackson Hole.** Tematem przewodnim konferencji było zagadnienie ewolucji polityki pieniężnej w przyszłości („Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future"). W konferencji wzięła udział prezes FED J. Yellen. W swoim wystąpieniu poruszyła kwestię krótkoterminowych perspektyw polityki monetarnej w USA. Zwróciła ona uwagę, że w ostatnich miesiącach przybyło argumentów za podwyżką stóp procentowych. Uważa ona bowiem, że FED znajduje się blisko osiągnięcia swoich celów związanych z pełnym zatrudnieniem oraz stabilnością cen. Wypowiedź J. Yellen stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, 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%].
- **Rząd przyjął wstępny projekt ustawy budżetowej na 2017 r.** Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych przewidziany w projekcie jest równy 59,3 mld zł (2,9% PKB), na który składają się wydatki równe 383,4 mld zł przy planowanych dochodach w wysokości 324,1 mld zł. Projekt budżetu spełnia kryteria stabilizującej reguły wydatkowej oraz zalecenia unijne dotyczące poziomu deficytu sektora GG. W projekcie po stronie wydatków uwzględnione zostały m.in. planowane zmiany dotyczące wieku emerytalnego, jednorazowe dodatki pieniężne dla najgorszej uposażonych emerytów i rencistów, zwiększone nakłady na obronę narodową oraz infrastrukturę drogową i kolejową (wzrost wydatków o ponad 2,3 mld zł wobec 2016 r.), podwyższone świadczenia pielęgnacyjne, zasiłki rodzinne oraz progi dochodowe w świadczeniach rodzinnych, dofinansowanie do bezpłatnych leków dla seniorów, większe dofinansowanie do ubezpieczeń upraw rolnych i zwierząt gospodarskich. W projekcie budżetu założono realne tempo wzrostu PKB równe 3,6% i średnioroczną inflację na poziomie 1,3% w 2017 r. Przyjęty na potrzeby uzasadnienia ustawy budżetowej na 2017 r. scenariusz wzrostu gospodarczego zakłada, że po przejściowym obniżeniu w 2016 r. udziału inwestycji sektora instytucji rządowych i samorządowych w PKB, w kolejnym roku powróci on do poziomu z 2015 r. (4,4% PKB). Uważamy, że prawdopodobieństwo realizacji tych założeń jest wysokie, chociaż w naszej ocenie istnieje lekkie ryzyko w dół dla nominalnego tempa wzrostu PKB w 2017 r. Zgodnie z naszymi szacunkami wykonanie budżetu zależy w dużej mierze od uzyskania założonych w budżecie dodatkowych wpływów podatkowych będących efektem uszczelnienia sytemu podatkowego (ok. 9-10 mld zł). W naszej ocenie jest to główny czynnik ryzyka dla strony dochodowej budżetu, niemniej jednak nie wykluczamy realizacji tego celu przez rząd.
- **W projekcie ustawy budżetowej na 2017 r. rząd znacząco podniósł prognozę relacji długu sektora finansów publicznych w porównaniu z jej poziomem oczekiwanym w Wieloletnim Planie Finansowym 2016-2019 przyjętym w kwietniu br.** W WPFP oczekiwany poziom relacji dług/PKB w 2017 r. wynosił 52,5%, podczas gdy w uzasadnieniu do ustawy budżetowej na 2017 r. relacja ta prognozowana jest na 54,9%. Znacząco szybszy wzrost zadłużenia w 2017 r. jest spowodowany niższym oczekiwanym kursem złotego (wzrost średniorocznego poziomu EURPLN z 3,91 zł do 4,29 zł), co oddziałuje w kierunku wzrostu zadłużenia w walutach obcych przeliczonego na złote. Oczekiwana relacja dług/PKB w 2017 r. kształtuje się na poziomie znacząco wyższym niż prognozowana przez agencje ratingowe (S&P: 52,9% w 2017 r., Fitch:

maksimum lokalne równe 53,2% w 2018 r.). Uważamy zatem, że publikacja przez rząd wyższej ścieżki długu jest negatywna dla ratingu Polski i oddziałuje w kierunku osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji).

- **W ubiegłym tygodniu ukazał się komunikat agencji ratingowej Moody's.** Agencja zwróciła w nim uwagę na negatywny wpływ eskalacji kryzysu wokół Trybunału Konstytucyjnego na ocenę wiarygodności kredytowej Polski. W komunikacie zostało podkreślone, że nieuwzględnienie rekomendacji Komisji Europejskiej dotyczących rozwiązania sporu oraz rozpoczęcie przez prokuraturę postępowania w sprawie prezesa Trybunału Konstytucyjnego A. Rzeplińskiego może pogorszyć relacje Polski z Unią Europejską i mieć negatywny wpływ na klimat inwestycyjny w Polsce. Mimo wydźwięku komunikatu wskazującego na pogorszenie oceny wiarygodności kredytowej Polski, w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że podczas zaplanowanej na wrzesień oceny Moody's utrzyma długoterminowy rating Polski na niezmienionym poziomie (A2) oraz jego negatywną perspektywę, co jest też zgodne z konsensusem rynkowym (Reuters). Warto jednak podkreślić, że podniesienie prognozy relacji długu sektora finansów publicznych do PKB w ustawie budżetowej na 2017 r. w porównaniu z jej poziomem oczekiwanym w WPF 2016-2019 (patrz wyżej) stanowi ryzyko w dół dla naszej oceny. W konsekwencji nie wykluczamy, że we wrześniu Moody's zdecyduje się na obniżenie ratingu zmieniając jego perspektywę z negatywnej na stabilną.
- **Nominalne krajowe inwestycje przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zmniejszyły się w II kw. o 3,4% r/r wobec spadku o 6,0% w I kw.** Zwiększenie dynamiki nakładów na środki trwałe było efektem wyższych wkładów inwestycji w energetyce (ustąpienie efektu niskiej bazy) oraz usługach (wyższa dynamika inwestycji w kategorii „obsługa rynku nieruchomości"). W przeciwnym kierunku oddziaływały niższe kontrybucje nakładów na środki trwałe w przetwórstwie, górnictwie oraz budownictwie. Wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ w II kw. jest spójny z naszą prognozą, zgodnie z którą inwestycje ogółem, zmniejszyły się w II kw. o 3,9% r/r wobec spadku o 1,8% w I kw. Ubiegłotygodniowe dane wskazujące na dalsze spowolnienie wzrostu nakładów trwałych w przetwórstwie sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy tempa wzrostu inwestycji w II poł. br. (por. tabela kwartalna).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. zostało zrewidowane w dół do 1,1% wobec 1,2% w pierwszym szacunku. Rewizja wynikała z niższych wkładów eksportu netto (0,10 w drugim szacunku wobec 0,23 pp. w pierwszym szacunku), wydatków rządowych (-0,27 pp. wobec -0,16 pp.) oraz zapasów (-1,26 pp. wobec -1,16 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe wkłady konsumpcji prywatnej (2,94 pp. w drugim szacunku wobec 2,83 pp. w pierwszym szacunku) oraz inwestycji (-0,42 pp. wobec -0,52 pp.). Zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w lipcu o 4,4% m/m wobec spadku o 4,2% w czerwcu. Wzrost miesięcznej dynamiki pomiędzy czerwcem a lipcem był efektem wyższego tempa zamówień w większości działów. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje pogłębienie spadku zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (-4,9% r/r w lipcu wobec -3,5% w czerwcu), będących wskaźnikiem wyprzedzającym dla przyszłych inwestycji. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży nowych domów (654 tys. w lipcu wobec 582 tys. w czerwcu – najwyższa wartość od października 2007 r.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,39 mln wobec 5,57 mln), wskazujące na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również finalny indeks Michigan, który zmniejszył się do 89,8 pkt. wobec 90,0 pkt. w lipcu. Pogorszenie nastrojów konsumenckich wynikało ze spadku składowej dla oczekiwań podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego wyraźnie przyspieszy w III kw. do 2,2%, kształtując się powyżej poziomu tempa wzrostu potencjalnego.

- **Indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny zmniejszył się w sierpniu do 106,2 pkt wobec 108,3 pkt. w lipcu, kształtując się na najniższym poziomie od lutego br.** W kierunku spadku wskaźnika oddziaływała niższa wartość jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury miało szeroki zakres i objęło 3 z 4 działów (handel detaliczny, handel hurtowy oraz przetwórstwo). Stabilizację wskaźnika koniunktury na poziomie z lipca odnotowano w przypadku budownictwa. Uwzględniając ubiegłotygodniowe wstępne indeksy PMI dla Niemiec (patrz poniżej), które nie sygnalizują istotnego ryzyka obniżenia aktywności gospodarczej w tym kraju w najbliższych miesiącach, podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą niemiecki PKB zwiększy się w III kw. o 0,3% kw/kw wobec wzrostu o 0,4% w II kw.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem niemiecki PKB zwiększył się w II kw. o 0,4% kw/kw wobec wzrostu o 0,7% w I kw.** W kierunku spadku jego dynamiki oddziaływały niższe wkłady inwestycji (-0,3 pp. w II kw. wobec 0,3% w I kw.) oraz konsumpcji (0,2 pp. wobec 0,4 pp.) podczas gdy przeciwny efekt miały wyższe kontrybucje eksportu netto (0,6 pp. w II kw. wobec 0,3 pp. w I kw.) oraz zapasów (-0,1 pp. wobec -0,3 pp.). Struktura danych wskazuje tym samym, że głównym źródłem wzrostu w niemieckiej gospodarce w II kw. był eksport netto. Prognozujemy, że w całym 2016 r. niemiecki PKB zwiększy się o 1,5% wobec wzrostu o 1,4% w 2015 r., a głównym czynnikiem wzrostu będzie wyższy wkład zapasów.

Aktywność gospodarcza w strefie euro nie zwalnia tempa



Źródło: Markit

Wstępny zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w sierpniu do 53,3 pkt. wobec 53,2 pkt. w lipcu i 53,1 pkt. w II kw., co jest jego najwyższym poziomem od stycznia br. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wartości składowych zarówno dla aktywności w usługach jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie.

W strukturze zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro na szczególną uwagę zasługuje spadek składowej dla zatrudnienia (52,2 pkt. w sierpniu wobec 53,3 pkt. w lipcu). Złożyły się na niego spowolnienie tempa wzrostu zatrudnienia zarówno w przetwórstwie jak i w usługach. Zgodnie z komunikatem spadek składowej dla zatrudnienia wynikał z wolniejszego wzrostu zamówień w przetwórstwie oraz pogorszenia oczekiwań co do przyszłej aktywności w usługach. Dane wskazują tym samym na ryzyko zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w kolejnych miesiącach. Jednocześnie w strukturze danych nie znalazły się sygnały świadczące o negatywnym wpływie wyniku referendum w sprawie Brexit na koniunkturę w obszarze wspólnej waluty. Stanowi to wsparcie dla naszego średnioterminowego scenariusza makroekonomicznego oraz prognozy kursu EURPLN (por. tabela kwartalna), zgodnie z którym wpływ wyniku referendum na wzrost gospodarczy w strefie euro w najbliższych kwartałach nie będzie znaczący (por. MAKROmapa z 14.03.2016).

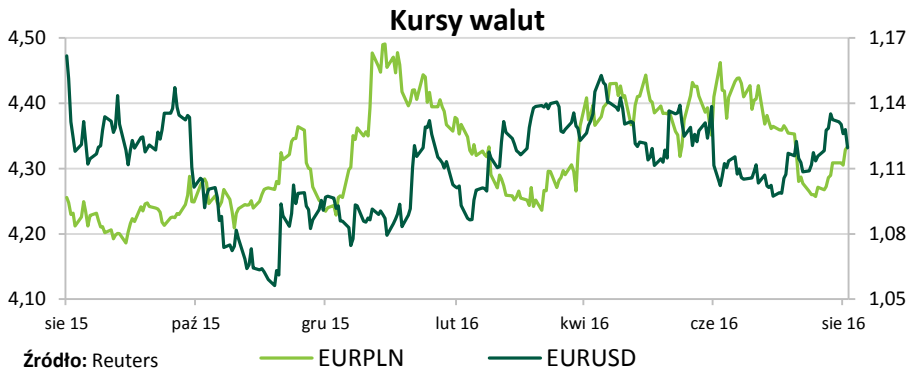
W ujęciu geograficznym źródłem poprawy koniunktury w strefie euro był wzrost aktywności we Francji, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało pogorszenie sytuacji w Niemczech oraz peryferyjnych gospodarkach obszaru wspólnej waluty. Wzrost zagregowanego indeksu PMI we Francji wynikał z wyższych wartości składowych zarówno dla aktywności w usługach jak i bieżącej produkcji w

przetwórstwie. Z kolei w Niemczech, spadek zagregowanego indeksu PMI wynikał z obniżenia składowych zarówno dla aktywności w usługach jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie. Spadek odnotował również indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa, który zmniejszył się w sierpniu do 53,6 pkt. wobec 53,8 pkt. w lipcu. Obniżenie wskaźnika wynikało ze zmniejszenia wkładów 3 z 5 jego składowych (bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zatrudnienia). W przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe wkłady składowych dla zapasów oraz czasu dostaw.

Składowe niemieckiego indeksu PMI, które są szczególnie istotne z punktu widzenia aktywności w polskim przetwórstwie (nowe zamówienia oraz nowe zamówienia eksportowe) odnotowały spadek w sierpniu. Niemniej jednak w pierwszych dwóch miesiącach III kw. ukształtowały się one przeciętnie na poziomie wyższym niż w całym II kw. (odpowiednio o 0,3 pkt. oraz 1,7 pkt. wyższym niż w II kw.). Pozwala to oczekiwać, że wraz z ustąpieniem negatywnych efektów statystycznych w sierpniu odnotujemy znaczący wzrost dynamiki w działach polskiego przetwórstwa charakteryzujących się istotnym udziałem eksportu w przychodach ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów do poziomu zbliżonego do odnotowanego w II kw. br. Jest to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym zwiększający się popyt zewnętrzny będzie nadal wspierał krajową produkcję (por. MAKROpuls 19.07.2016).

Ubiegłotygodniowe dane nt. koniunktury w strefie euro oraz w Niemczech nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym kwartalne tempo wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty w III kw. nie zmieni się w stosunku do II kw. i wyniesie 0,3% podczas gdy w Niemczech obniży się ono z 0,4% do 0,3%.

Wstępny szacunek inflacji w Polsce może osłabić złotego



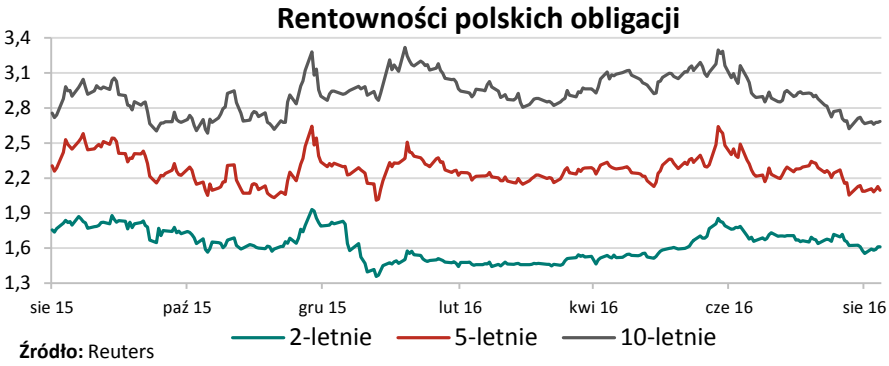
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3340 (osłabienie złotego o 0,6%). Od poniedziałku do czwartku kursu złotego był stabilny i oscylował wokół poziomu 4,30 za euro. Opublikowane we wtorek wyniki badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek (PMI) miały ograniczony wpływ na rynek walutowy. W czwartek po południu doszło do osłabienia złotego (o ok. 0,7% względem euro). Najprawdopodobniej częściowo wynikało ono ze wzrostu awersji do ryzyka, związanego z rozpoczęciem ćwiczeń wojskowych w Rosji przy granicy z państwami bałtyckimi oraz Ukrainą. Wieczorna publikacja komunikatu Moody's (patrz powyżej) nie miała istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. W piątek złoty nieznacznie odrabiał straty, czemu sprzyjała popołudniowa publikacja zrewidowanego w dół szacunku amerykańskiego PKB. Lekko jastrzębie wystąpienie J. Yellen podczas sympozjum w Jackson Hole doprowadziło późnym popołudniem do osłabienia złotego.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie w naszej ocenie środowa publikacja wstępnego szacunku inflacji w Polsce. Uważamy, że okaże się on niższy od oczekiwań rynku, co może oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Przeciwny wpływ będzie miała naszym zdaniem czwartkowa publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Finalny szacunek polskiego PKB nie spotka się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku. Ograniczony wpływ na kurs złotego będą miały również naszym zdaniem dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks Conference Board, indeks ISM dla przetwórstwa), ze strefy euro (wstępne szacunki inflacji w strefie euro

oraz Niemczech), a także wyniki badań koniunktury w Chinach (indeksy PMI dla przetwórstwa wg Caixin oraz CFLP).

Ubiegłotygodniowa wypowiedź J. Yellen negatywna dla cen polskiego długu



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 1,610 (wzrost o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,094 (wzrost o 1pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,685 (wzrost o 2pb). W poniedziałek rano rentowności polskich obligacji kontynuowały trend spadkowy sprzed tygodnia (por. MAKROmapa z 22.08.2016). We wtorek i w środę mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością cen polskiego długu związaną publikacją szczegółów dotyczących projektu budżetu na 2017 r. (patrz powyżej). W czwartek utrzymywał się wzrost rentowności polskich obligacji, któremu sprzyjała popołudniowa publikacja lepszych od oczekiwań danych nt. zamówień na dobra trwałe w USA, a także wzrost awersji do ryzyka, związany z rozpoczęciem ćwiczeń wojskowych w Rosji przy granicy z państwami bałtyckimi oraz Ukrainą. W piątek na otwarciu ceny polskiego długu były niższe niż na czwartkowym zamknięciu, co wynikało z publikacji komunikatu Moody's, wskazującego na pogorszenie oceny wiarygodności kredytowej Polski. W dalszej części dnia rentowności polskich obligacji ustabilizowały się. Wystąpienie J. Yellen nie miało istotnego wpływu na ceny obligacji.

Na początku tego tygodnia oczekujemy spadku cen polskiego długu z uwagi na ubiegłotygodniową, jastrzębią wypowiedź szefowej FED, J. Yellen. W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie publikacja wstępnego szacunku inflacji w Polsce. W przypadku realizacji naszej niższej od oczekiwań rynku prognozy dane mogą być pozytywne dla cen polskich obligacji. Przeciwny efekt może mieć natomiast czwartkowa publikacja wyników badań koniunktury (PMI) dla polskiego przetwórstwa. Finalny szacunek polskiego PKB nie spotka się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją polskiego rynku długu. Ograniczony wpływ na rentowności polskich obligacji będą miały również naszym zdaniem dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks Conference Board, indeks ISM dla przetwórstwa), ze strefy euro (wstępne szacunki inflacji w strefie euro oraz Niemczech), a także wyniki badań koniunktury w Chinach (indeksy PMI dla przetwórstwa wg Caixin oraz CFLP).

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	**4,34**
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	**3,88**
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 rolnict. (%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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 29.08.2016r.				
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Lipiec	0,3		
		Wtorek 30.08.2016r.				
10:00	**Polska**	**PKB (% r/r)**	**II kw.**	**3,1**	**3,1**	**3,1**
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Sierpień	0,40		0,33
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,4	0,5	0,5
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Czerwiec	-0,1		0,0
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	97,3	96,9	97,0
		Środa 31.08.2016r.				
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,2	0,3	0,3
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	10,1		10,0
12:00	**Polska**	**Wstępna inflacja CPI (% r/r)**	**Sierpień**	**-0,9**	**-1,0**	**-0,9**
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Sierpień	179		171
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Sierpień	55,8		54,3
		Czwartek 01.09.2016r.				
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Sierpień	49,9	50,0	49,9
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	50,6	50,5	50,2
9:00	**Polska**	**Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)**	**Sierpień**	**50,3**	**51,5**	**50,8**
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	53,6	53,6	53,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	51,8	51,8	51,8
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,1		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,6	52,0	52,2
		Piątek 02.09.2016r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	-3,1		-2,9
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	4,9	4,8	4,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Sierpień	255	175	180
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	-1,5	1,6	2,0

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

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI
Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

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

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