W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na środę publikacja sierpniowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Zgodnie z konsensusem rynkowym zagregowany indeks PMI w strefie euro nie zmienił się w porównaniu do lipca i wyniósł 55,7 pkt. Na stabilizację wartości wskaźnika złożyło się spowolnienie tempa wzrostu aktywności gospodarczej we Francji oraz lekka poprawa koniunktury w Niemczech. We wtorek poznamy indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszy się do 16,5 pkt. w sierpniu wobec 17,5 pkt. w lipcu. W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Zgodnie z konsensusem rynkowym, wartość indeksu obniży się do 115,5 pkt. w sierpniu z 116,0 pkt. w lipcu. Jeśli publikacje wyników badań koniunktury będą zgodne z oczekiwaniami rynkowymi, będą one wsparciem dla naszego scenariusza zakładającego obniżenie kwartalnego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro (do 0,4% w III kw. wobec 0,6% w II kw.) oraz Niemczech (0,5% wobec 0,6% w II kw.). Naszym zdaniem wyżej wymienione publikacje będą miały ograniczony wpływ na rynki finansowe.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w USA będzie doroczne, rozpoczynające się w czwartek, trzydniowe sympozjum w Jackson Hole.** Tegorocznym tematem przewodnim konferencji będzie zagadnienie wspierania rozwoju globalnej gospodarki („Fostering a Dynamic Global Economy"). W piątek w konferencji weźmie udział prezes FED J. Yellen, jednak biorąc pod uwagę tematykę jej wystąpienia (stabilność finansowa), w jej wypowiedziach najprawdopodobniej nie pojawią się nowe, istotne informacje dotyczące krótkookresowych perspektyw kształtowania się polityki monetarnej w USA (patrz poniżej). Na piątek zaplanowane jest również wystąpienie prezesa EBC, M. Draghiego. W ubiegłym tygodniu rzecznik prasowy EBC poinformował, że M. Draghi w swoim przemówieniu skupi się na temacie przewodnim konferencji i nie będzie poruszał zagadnień związanych z krótkookresowymi perspektywami polityki pieniężnej EBC. 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 piątek opublikowane zostaną wstępne lipcowe dane o zamówieniach na dobra trwałe. Naszym zdaniem zmniejszyły się one o 6,0% m/m wobec wzrostu o 6,4% w czerwcu (efekt niższych zamówień w firmie Boeing). W tym tygodniu poznamy również dane nt. sprzedaży nowych domów (wzrost o 605 tys. w lipcu wobec 610 tys. w czerwcu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,55 mln wobec 5,52 mln). Nasze prognozy dotyczące danych makroekonomicznych w USA kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich realizacja będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* z lipcowego posiedzenia FED.** Jego treść wskazała na różnice zdań wśród członków FED dotyczące oczekiwanego kształtu polityki monetarnej w najbliższych miesiącach. Część z nich wyraziła obawy czy inflacja osiągnie cel w średnim okresie. W efekcie uważają oni, że dalsza normalizacja polityki monetarnej powinna być uzależniona od napływu danych wskazujących, że utrzymujący się w ostatnich miesiącach niski poziom inflacji jest przejściowy. Pozostali członkowie FED uważają natomiast, że zbyt wolne zacieśnianie polityki monetarnej zwiększa ryzyko przestrzelenia celu inflacyjnego w przyszłości. W zapisie dyskusji znalazła się również informacja, że kilku członków FOMC chciała już na lipcowym posiedzeniu ogłosić termin rozpoczęcia procesu zmniejszania bilansu FED, jednakże

nie znaleźli oni poparcia większości. Treść *Minutes* nie zmienia naszego scenariusza stopniowej normalizacji polityki monetarnej w USA. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że na posiedzeniu we wrześniu FED ogłosi plan ograniczenia bilansu począwszy od października, w grudniu podniesie stopy procentowe o 25 pb.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w lipcu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,4% w czerwcu. W kierunku zmniejszenia jej miesięcznej dynamiki oddziaływało obniżenie tempa wzrostu produkcji w górnictwie oraz przetwórstwie. Przeciwny efekt miała wyższa dynamika produkcji w kategorii „dostarczanie mediów". Wykorzystanie mocy produkcyjnych nie zmieniło się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosło 76,7%. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży detalicznej w USA, która zwiększyła się w lipcu o 0,6% m/m wobec wzrostu o 0,3% w czerwcu, co było powyżej oczekiwań rynku (0,4%). Jednocześnie jest to jej najwyższa miesięczna dynamika od grudnia 2016 r. Bez uwzględnienia samochodów, sprzedaż detaliczna zwiększyła się w lipcu 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,1% w czerwcu. Wyraźne zwiększenie miesięcznej dynamiki sprzedaży detalicznej w lipcu wynikało z jej wyższego tempa wzrostu w większości kategorii. W ubiegłym tygodniu na pogorszenie koniunktury na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane o pozwoleniach na budowę (1223 tys. w lipcu wobec 1275 tys. w czerwcu) oraz rozpoczętych budowach domów (1155 tys. wobec 1213 tys.). W zeszłym tygodniu poznaliśmy również wyniki regionalnych badań koniunktury w przetwórstwie, które wskazały na utrzymujące się wysokie tempo wzrostu aktywności w tym sektorze. Indeks NY Empire State zwiększył się w sierpniu do 25,2 pkt. w wobec 9,8 pkt. w lipcu (najwyższy poziom od września 2014 r.), podczas gdy indeks Philadelphia FED zmniejszył się nieznacznie do 18,9 pkt. wobec 19,5 pkt. Na poprawę koniunktury konsumenckiej wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w sierpniu do 97,6 pkt. wobec 93,4 pkt. w lipcu. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływała jego wyższa składowa dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny efekt miało obniżenie składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z USA stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,4% wobec 2,6% w II kw. Jednocześnie są one spójne z naszym scenariuszem polityki pieniężnej w USA (patrz powyżej).
- **W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* z lipcowego posiedzenia EBC.** W zapisie dyskusji po raz pierwszy w historii publikacji tego dokumentu (czyli od stycznia 2015 r.) znalazł się zapis, zgodnie z którym członkowie Rady Prezesów EBC wskazali na ryzyko nadmiernej aprecjacji euro w przyszłości. Dotychczas kurs euro był wymieniany w *Minutes* EBC w kontekście jego zmienności, znaczenia jako czynnika wpływającego na inflację oraz czynników fundamentalnych kształtujących jego poziom. W ostatnich kwartałach aprecjacji euro sprzyjało wysokie tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro (czynnik fundamentalny, sygnalizujący umocnienie kursu równowagi) oraz obniżenie ryzyka politycznego po zwycięstwie E. Macrona w wyborach prezydenckich we Francji. W rezultacie od grudnia ub. r. realny efektywny kurs euro umocnił się o 3,2%, a kurs EURUSD wzrósł o ok. 15%. Aprecjacja euro hamuje wzrost inflacji, która pozostaje znacząco poniżej celu inflacyjnego EBC. Jest to szczególnie istotne w kontekście czerwcowej projekcji EBC, która wskazywała, że cel ten nie zostanie osiągnięty w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej (por. MAKROmapa z 12.06.2017). W reakcji na publikację *Minutes* doszło do osłabienia euro względem dolara. Treść *Minutes* nie zmienia naszego scenariusza polityki pieniężnej w strefie euro. Oczekujemy, że na wrześniowym posiedzeniu EBC ogłosi szczegóły dotyczące perspektyw Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów. Uważamy, że przedstawi wtedy dokładny plan jego wygaszania (tzw. *tapering*) lub ogłosi jedynie, że rozpocznie się ono od stycznia 2018 r. a szczegóły zostaną podane na posiedzeniach w kolejnych miesiącach. Dopuszczamy również scenariusz alternatywny, w którym w celu zmniejszenia zmienności na rynku EBC we wrześniu zasygnalizuje tylko, że prowadzone są rozmowy nt. przyszłości programu, a swoją decyzję o jego stopniowym wygaszeniu ogłosi w październiku.

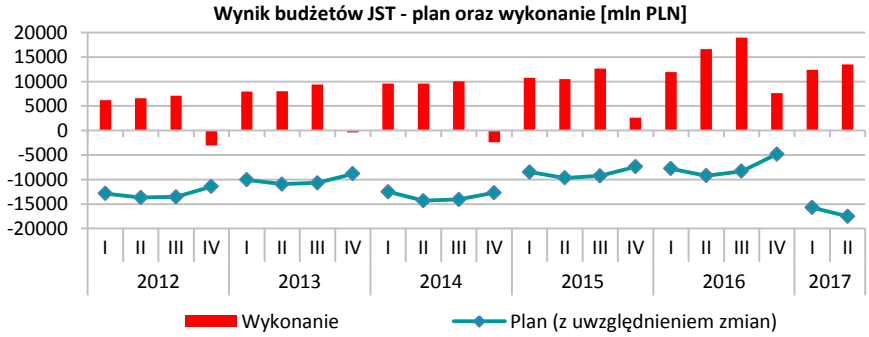
Podtrzymujemy również naszą prognozę przewidującą wzrost kursu EURUSD do 1,18 na koniec br.

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne dane o PKB w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w II kw. do 0,6% wobec 0,5% w I kw. (2,2% r/r w II kw. wobec 1,9 % w I kw.). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty oddziaływała wyższa dynamika wzrostu m.in. w Hiszpanii (0,9% kw/kw w II kw. wobec 0,8% w I kw.), Holandii (1,5% wobec 0,6%) oraz w Austrii (0,9% wobec 0,7%). Negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB w strefie euro miały natomiast niższe dynamiki PKB m.in. w Niemczech (0,6% kw/kw w II kw. wobec 0,7% w I kw.), Portugalii (0,2% wobec 1,0%), Finlandii (-0,5% wobec 1,0% - czynnikami ograniczającymi wzrost gospodarczy w tym kraju są problemy w wiodących branżach fińskiego przemysłu, m.in. w produkcji telefonów - Nokia, a także niska konkurencyjność z uwagi na wysokie koszty pracy) oraz Litwie (1,3% wobec 1,6%) i Łotwie (1,3% wobec 1,6%). Kwartalne tempo wzrostu PKB we Francji i Włoszech w II kw. nie zmieniło się w porównaniu do I kw. i wyniosło odpowiednio 0,5% oraz 0,4%. Prognozujemy, że w całym 2017 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 2,0% wobec wzrostu o 1,7% w 2016 r., co będzie efektem jego wyższej dynamiki m.in. w Niemczech (1,9% wobec 1,8%), Francji (1,4% wobec 1,1%) oraz we Włoszech (1,4% wobec 1,0%).
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, tempo wzrostu PKB w Polsce zmniejszyło się w II kw. do 3,9% r/r wobec 4,0% w I kw., a tym samym ukształtowało się ono nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (3,8%).** Finalny szacunek PKB zawierający informację nt. jego struktury zostanie opublikowany 31 sierpnia. Szacujemy, że w kierunku spadku dynamiki wzrostu gospodarczego w II kw. oddziaływały niższe wkłady konsumpcji prywatnej oraz eksportu netto. Przeciwny efekt miał wyższy wkład inwestycji (por. MAKROpuls z 16.08.2017). Uważamy, że głównym źródłem wzrostu PKB w II kw. pozostała konsumpcja prywatna. W naszej ocenie spowolnienie wzrostu gospodarczego w II kw. ma przejściowy charakter i w III kw. dynamika PKB, wspierana przez wyższy wkład inwestycji, ukształtuje się na poziomie 4,1% r/r.
- **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w lipcu do 6,2% r/r wobec 4,5% w czerwcu.** Główną przyczyną zwiększenia tempa wzrostu produkcji pomiędzy czerwcem a lipcem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej w lipcu było jednak mniejsze niż wynikałoby to z różnicy w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem czynnikiem ograniczającym wzrost aktywności w przemyśle w lipcu były dłuższe niż przed rokiem przerwy urlopowe w fabrykach samochodowych (por. MAKROpuls z 18.08.2017). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w lipcu do 19,8% r/r wobec 11,6% w czerwcu. Jej wzrost, podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, wspierany był przez korzystną różnicę w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja w budownictwie zwiększyła się w ujęciu m/m o 4,3%, a jej roczna odsezonowana dynamika (18,0%) była najwyższa od stycznia 2012 r., a więc od okresu boomu budowlanego związanego z EURO 2012. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach produkcja budowlano-montażowa pozostanie w trendzie wzrostowym, wspierana przez rosnącą absorpcję środków unijnych, zwiększenie publicznych nakładów na infrastrukturę oraz kontynuację ożywienia w budownictwie mieszkaniowym. Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej są spójne z naszą prognozą dynamiki PKB w III kw. 2017 r. (wzrost do 4,1% r/r wobec 3,9% r/r w II kw.).
- **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wzrosła w lipcu do 7,1% r/r wobec 6,0% w czerwcu.** Realna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w lipcu do 6,8% r/r wobec 5,8% w czerwcu. W kierunku zwiększenia tempa wzrostu sprzedaży w lipcu oddziaływała wspomniana wyżej korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Wyższej dynamice sprzedaży detalicznej sprzyjały również efekty niskiej bazy sprzed roku w kategorii "pojazdy samochodowe, motocykle i części" (por. MAKROpuls z 18.08.2017). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach roczna dynamika sprzedaży ulegnie stopniowemu obniżeniu, do czego przyczyni się efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy związany z wypłatą środków w ramach programu Rodzina

500+. W efekcie prognozujemy, że dynamika konsumpcji zmniejszy się w III kw. do 3,2% r/r wobec 4,5% w II kw.

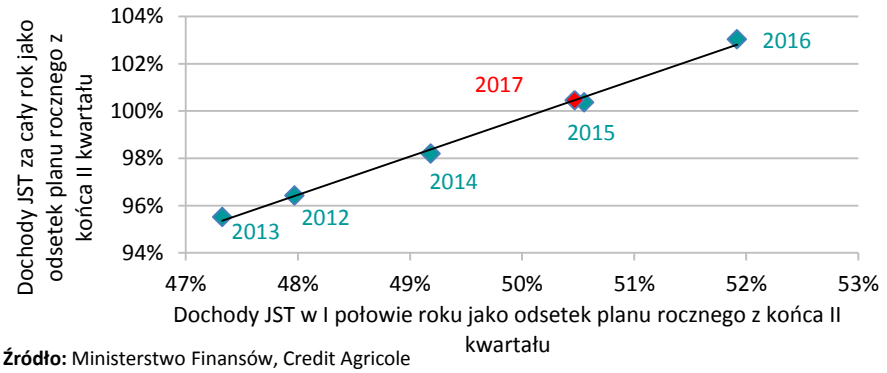
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w lipcu do 4,9% r/r wobec 6,0% w czerwcu.** Tym samym dynamika płac powróciła w okolice swojego średniookresowego trendu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia tempa wzrostu płac było ustąpienie pozytywnego efektu przesunięcia wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w górnictwie, które zwiększyło dynamikę wynagrodzeń w czerwcu (por. MAKROpuls z 17.08.2017). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w lipcu o 20,6 tys. m/m wobec wzrostu o 11,1 tys. w czerwcu, co jest rekordowym przyrostem zatrudnienia w lipcu. W konsekwencji roczna dynamika zatrudnienia w lipcu zwiększyła się do 4,5% wobec 4,3% w czerwcu. Zwiększenie tempa wzrostu zatrudnienia nastąpiło mimo rosnących trudności firm w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. W kolejnych miesiącach wraz z dalszym wyhamowaniem poprawy sytuacji na rynku pracy oczekujemy łagodnego obniżenia rocznej dynamiki zatrudnienia. Jednocześnie prognozowane przez nas zmniejszenie rocznej dynamiki zatrudnienia przy utrzymującym się silnym popycie na pracę będzie oddziaływało w kierunku stopniowego narastania presji płacowej w polskiej gospodarce. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy przyspieszenia tempa wzrostu płac w gospodarce narodowej do 5,5% w 2018 r. wobec 4,9% w 2017 r. i 3,8% w 2016 r.

W oczekiwaniu na boom w inwestycjach JST



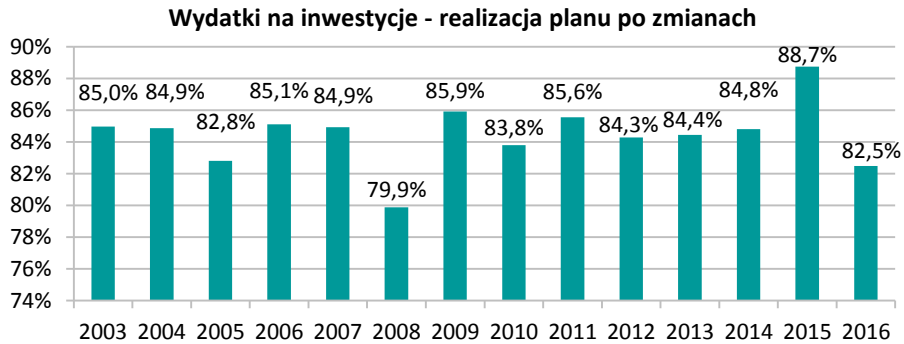
Źródło: Ministerstwo Finansów, Credit Agricole

Informacja z wykonania budżetów jednostek samorządu terytorialnego (JST) opublikowana przez Ministerstwo Finansów wskazuje, że po II kw. br. osiągnięta została nadwyżka w wysokości 13,5 mld zł wobec 12,4 mld zł po I kw. W tym kontekście na szczególną uwagę zasługuje przedstawiony w tym samym dokumencie planowany wynik budżetów JST na koniec br. (deficyt w wysokości 17,5 mld zł). Osiągnięcie nadwyżki w budżetach JST na koniec I poł. roku nie jest wydarzeniem wyjątkowym. W ostatnich latach w ciągu pierwszych trzech kwartałów saldo bilansu JST pozostawało dodatnie i zwiększało się. Dopiero w czwartym kwartale ulegało ono znacznemu obniżeniu (nawet do ujemnych wartości) ze względu na wzorzec sezonowy wydatków realizowanych przez JST (por. wykres). Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że w ostatnich latach JST planowały osiągnięcie deficytu w swoich budżetach na koniec roku. Konkretny poziom zaplanowanego na koniec roku salda budżetów JST ulegał rewizji w ciągu roku, jednak od co najmniej 2003 r. nie został on osiągnięty – rzeczywisty wynik budżetów JST był wyższy od celu.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Credit Agricole

Na podstawie dostępnych planów budżetowych na koniec II kw. br. i zależności obserwowanych w poprzednich latach oszacowaliśmy, jakie będzie prawdopodobne wykonanie budżetu JST na koniec 2017 r. Co do zasady całoroczne dochody i wydatki bieżące JST były w ubiegłych latach realizowane zgodnie z planem przedstawionym na koniec II kw. (tj. stopień ich wykonania przekraczał 95%). W przypadku dochodów JST, stopień realizacji planu na koniec II kw. jest dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym wykonania dochodów na koniec roku (por. wykres). Korzystając z powyższej zależności oraz biorąc pod uwagę, że na koniec czerwca całoroczny plan dochodów został zrealizowany w 41,4% oczekujemy, że na koniec br. zostanie on zrealizowany w 100,5%. W efekcie szacujemy, że dochody JST w tym roku wyniosą 231,4 mld zł. W ostatnich latach wykonanie wydatków bieżących względem całorocznego planu opublikowanego na koniec II kw. zawierało się w przedziale 97,0%-100,5% i wyniosło średnio 98,2%. Przyjmując, że tegoroczne zaplanowane wydatki bieżące JST zostaną wykonane w całości, będą one równe 195,3 mld zł. Uważamy, że jest to konserwatywne założenie biorąc pod uwagę, że w br. wykonanie planu dla wydatków bieżących po II kw. było najwyższe od co najmniej 2012 r.



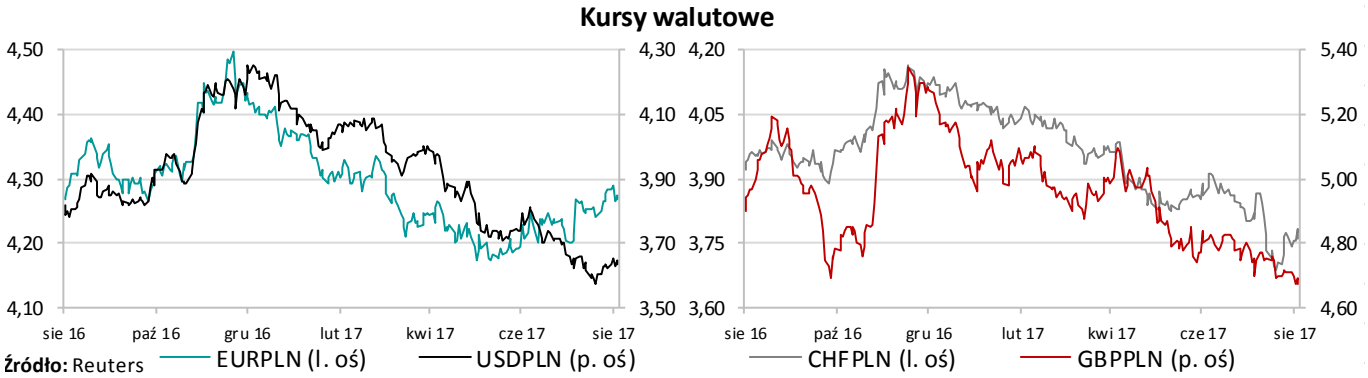
Źródło: Ministerstwo Finansów, Credit Agricole

Główną przyczyną wyższego od planowanego salda budżetów JST w ostatnich latach było niższe wykonanie wydatków inwestycyjnych. Dokładną analizę kształtowania się wydatków inwestycyjnych JST przeprowadziliśmy w MAKROmapie z 05.06.2017. W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę, że plany wydatków inwestycyjnych (podobnie jak inne elementy budżetów JST) ulegają zmianom w ciągu roku. Na podstawie dostępnych danych za lata 2003-2016 zaobserwowaliśmy, że rzeczywiste wydatki inwestycyjne kształtowały się przeciętnie o 15,5% niżej niż zakładał finalny plan opublikowany jednocześnie z informacją o wykonaniu budżetu za cały rok (por. wykres). Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki zakładamy, że rzeczywiste wydatki JST na inwestycje ukształtują się w br. na poziomie 37,8 mld zł (wobec całorocznego planu opublikowanego po II kw. równego 60,0 mld zł). W rezultacie dynamika inwestycji JST będzie równa 55,1% r/r w 2017 r. Jest to nadal bardzo duże tempo wzrostu nakładów na środki trwałe, jednak jest ono prawie dwukrotnie niższe od tego przyjętego w budżecie na koniec II kw. (108,8% r/r). Oznacza to, że zgodnie z naszymi szacunkami dynamika nakładów na środki trwałe zwiększy się do 64,1% r/r w II pol. br. wobec 19,8% w I poł. Wsparcie dla naszej oceny stanowią zbliżające się wybory samorządowe w 2018 r., które najprawdopodobniej będą stanowiły impuls do zwiększonych wydatków oraz konieczność poniesienia kosztów, które nie były w pełni przewidziane w budżetach JST, związanych m.in. z dostosowaniem budynków szkolnych ze względu na reformę edukacji.

W rezultacie prognozujemy, że na koniec br. zostanie osiągnięty deficyt w budżetach JST w wysokości 1,7 mld zł (0,1% PKB) wobec planu zakładającego saldo równe -17,5 mld zł (-0,9% PKB). Oczekiwane przez nas silne przyspieszenie inwestycji JST w II poł. br. stanowi wsparcie dla naszej prognozy dynamiki

inwestycji ogółem (7,4% w II poł. br. wobec 1,4% w I poł. br.) oraz tempa wzrostu PKB (4,1% r/r w II poł br. wobec 3,9% w II kw.).

Wystąpienia J. Yellen oraz M. Draghiego neutralne dla kursu złotego



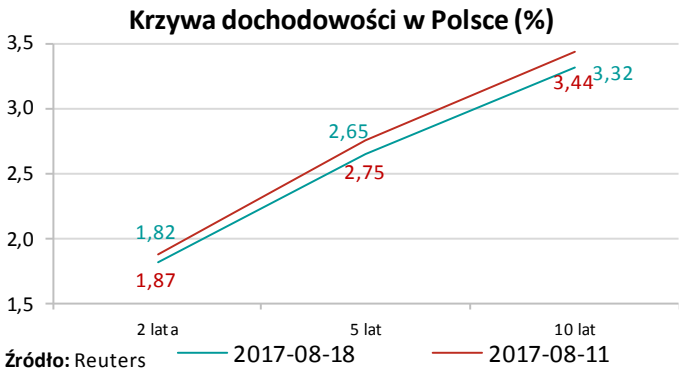
Źródło: Reuters

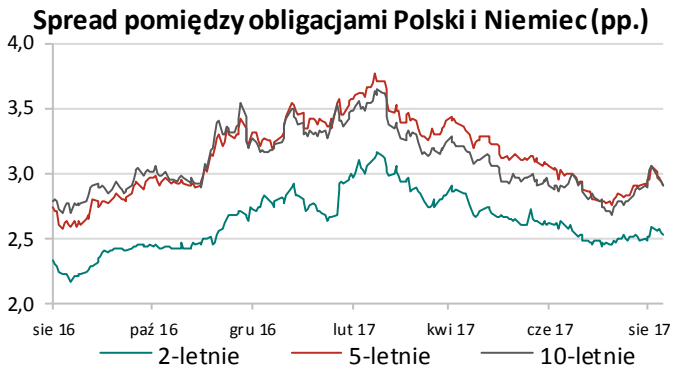
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2697 (umocnienie złotego o 0,4%). W pierwszej części tygodnia krajowy rynek walutowy charakteryzował się niską płynnością z uwagi na długi weekend. Sprzyjała ona relatywnie wysokiej zmienności kursu EURPLN oraz jego utrzymywaniu się na poziomach zbliżonych do piątkowego zamknięcia, mimo silnego spadku awersji do ryzyka związanego ze zmniejszeniem napięcia na linii USA – Korea Północna. Wyższy apetyt na ryzyko znalazł odzwierciedlenie w umocnieniu złotego względem euro dopiero w środę, dzięki czemu złoty odrobił znaczną część strat sprzed dwóch tygodni. W czwartek rano umocnienie złotego było kontynuowane, wspierane dodatkowo przez gołębi wydźwięk opublikowanego w środę wieczorem *Minutes* z lipcowego posiedzenia FED. W czwartek po południu złoty zaczął jednak tracić na wartości wraz ze zwiększeniem globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlanej wzrostem indeksu VIX. Mniejszy apetyt na ryzykowne aktywa wynikał z rosnących obaw inwestorów, czy administracja D. Trumpa jest w stanie wprowadzić obietnice wyborcze, w tym zapowiedzi dotyczące obniżenia podatków. Znalazło to odzwierciedlenie w najsilniejszym dziennym spadku indeksu S&P500 od 3 miesięcy. W piątek deprecjacja złotego była kontynuowana, a krajowe dane nt. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej nie miały istotnego wpływu na rynek.

Choć w całym tygodniu złoty umocnił się nieznacznie względem euro, doszło do jego deprecjacji względem dolara. Było to efektem osłabienia euro względem dolara. Deprecjacji euro względem dolara sprzyjały publikacje relatywnie dobrych danych z amerykańskiej gospodarki, w tym wyraźnie wyższych od oczekiwań danych o sprzedaży detalicznej w USA. Negatywna dla kursu euro względem dolara była także publikacja *Minutes* z lipcowego posiedzenia EBC, w którym znalazł się zapis, zgodnie z którym Rada Prezesów obawia się ryzyka nadmiernej aprecjacji euro w przyszłości.

Zaplanowane na piątek wystąpienia szefowej FED J. Yellen oraz prezesa EBC M. Draghiego podczas sympozjum w Jackson Hole będą naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty. W naszej ocenie ograniczony wpływ na złotego będą miały także liczne dane z USA (sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz zamówienia na dobra trwałego użytku), a także wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec).

Sympozjum w Jackson Hole w centrum uwagi polskiego rynku długu





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,823 (spadek o 5pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,65 (spadek o 10pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,316 (wzrost o 12pb). W pierwszej części tygodnia polski rynek długu charakteryzował się niską płynnością ze względu na długi weekend. W kolejnych dniach obserwowany był spadek rentowności polskich obligacji w ślad za obniżeniem światowej awersji do ryzyka będącego konsekwencją zmniejszenia napięcia na linii USA – Korea Północna. Wzrostowi apetytu na ryzyko towarzyszyło zmniejszenie spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi i amerykańskim benchmarkowymi obligacjami.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie sympozjum w Jackson Hole, na którym przemawiać będzie m.in. szefowa FED J. Yellen oraz prezes EBC M. Draghi. Ich zaplanowane na piątek wystąpienia będą jednak w naszej ocenie neutralne dla polskiego rynku długu. Ograniczony wpływ na ceny polskich obligacji będą miały również liczne dane z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz zamówienia na dobra trwałego użytku), a także wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17
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*	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	**4,23**
Kurs USDPLN*	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	**3,59**
Kurs CHFPLN*	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,72	**3,70**
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	6,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	**7,0**	
Saldo ROB (mln EUR)	-503	-729	-858	172	99	-219	2342	-599	-529	-160	-298	-932		
Eksport (r/r, %, EUR)	-5,3	9,3	3,1	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	16,2	8,7		
Import (r/r, %, EUR)	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	21,4	15,0		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2016	2017	2018
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)	4,0	3,9	4,1	4,1	3,4	3,8	3,6	3,9	2,7	4,0	3,7
Konsumpcja (%, r/r)	4,7	4,5	3,2	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,8	3,8	3,2
Inwestycje (%, r/r)	-0,4	2,7	6,1	8,2	8,8	6,8	5,2	4,1	-7,9	5,4	5,7
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	8,3	8,5	9,6	10,1	8,1	7,2	8,8	8,9	9,0	9,1	8,3
Import (ceny stałe, %, r/r)	8,7	9,4	10,6	11,7	10,1	9,1	8,1	7,9	8,9	10,1	8,8
Wkłady do wzrostu PKB: Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,6	1,9	1,5	2,1	2,0	1,8	1,6	2,3	2,2	1,8
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	0,0	0,5	1,1	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	-1,6	1,0	1,0
Wkłady do wzrostu PKB: Eksport netto (pp.)	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	0,6	0,7	0,3	-0,2	0,0
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-1,1	-1,3	-1,2	-1,0	-0,2	-0,5	-1,0
Stopa bezrobocia (%)**	8,1	7,1	7,0	7,3	7,6	6,8	6,6	7,3	8,3	7,3	7,3
Zatrudnienie poza rolnict. (%r/r)	2,1	1,5	1,3	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	0,0
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)	4,1	5,0	5,3	5,0	5,2	5,5	5,7	5,8	3,8	4,9	5,5
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	2,0	1,9	1,3	1,6	1,3	1,3	-0,6	2,0	1,4
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,90	1,98	1,73	1,73	1,98
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,75
EURPLN**	4,23	4,23	4,18	4,16	4,15	4,12	4,10	4,07	4,40	4,16	4,07
USDPLN**	3,97	3,70	3,57	3,53	3,52	3,46	3,42	3,36	4,18	3,53	3,36

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Wtorek 22.08.2017r.				
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Sierpień	17,5		15,0
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Sierpień	14,0		
		Środa 23.08.2017r.				
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Sierpień	58,1		57,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Sierpień	55,4		55,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Sierpień	56,6		56,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Sierpień	55,7		55,5
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Lipiec**	**5,0**	**5,0**	**5,0**
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	53,3		53,3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Lipiec	610	605	611
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	-1,7		-1,9
		Czwartek 24.08.2017r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Lipiec**	**7,1**	**7,0**	**7,0**
14:00	**Polska**	***Minutes* z posiedzenia RPP**	**Sierpień**			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	244		238
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Lipiec	5,52	5,55	5,57
		Piątek 25.08.2017r.				
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,6	0,6	0,6
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Sierpień	116,0		115,5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Lipiec	6,4	-6,0	-5,6

* 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

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

Krystian JAWORSKI
Starszy 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.