

Łagodna retoryka banków centralnych. W tym tygodniu oczekiwane odczyty PMI i sygnały z Jackson Hole.

■ W trakcie minionego tygodnia postępował proces wygaszania globalnej awersji do ryzyka, która wzrosła w poprzednim tygodniu w reakcji wzrost napięcia w relacjach USA – Korea Płn. Skutkowało to stopniowym powrotem inwestorów do bardziej ryzykownych aktywów finansowych, przy osłabieniu popytu na bezpieczne aktywa. W trakcie tygodnia na pierwszy plan uwagi rynkowej wyszła łagodna retoryka Fed i EBC zawarta w opublikowanych protokołach z lipcowych posiedzeń tych banków oraz wzrost ryzyka politycznego w USA w kontekście kolejnych kłopotów prezydenta Trumpa. Na krajowym rynku opublikowane w minionym tygodniu dane wskazały na solidny wynik PKB za II kw. na poziomie 3,9%, zaś lipcowe dane - w szczególności dynamiczny wzrost produkcji budowlanej - na perspektywę kontynuacji wzrostu aktywności gospodarki polskiej w kolejnych kwartałach. Wpływ tych publikacji na krajowe aktywa finansowe pozostał jednak ograniczony.

■ W warunkach spadku awersji do ryzyka o charakterze geopolitycznym oraz przy dość ubogim kalendarzu publikacji danych makroekonomicznych, najistotniejszymi wydarzeniami rynkowymi minionego tygodnia była publikacje protokołów (*minutes*) z dyskusji podczas lipcowych posiedzeń FOMC oraz rady EBC. Wydźwięk tych publikacji został odebrany przez rynki jako łagodny. W przypadku FOMC, co prawda większość członków Fed opowiedziała się za ogłoszeniem daty rozpoczęcia redukcji sumy bilansowej „relatywnie niedługo” (zapewne we wrześniu), niemniej wielu członków FOMC wyraziło obawę dot. sytuacji inflacyjnej w USA. Wielu uczestników oceniło jako prawdopodobne, że inflacja może pozostać poniżej 2-proc. celu dłużej niż wynika to z ich obecnych prognoz. W przypadku rady EBC najsilniej wybrzmiały obawy przed nadmierną aprecjacją euro (zapewne w aspekcie perspektyw inflacyjnych). W tym kontekście rada EBC oceniła, że „potrzebuje większej przestrzeni do działania i elastyczności dla dopasowania polityki i stopnia akomodacji monetarnej, jeżeli i kiedy będzie to konieczne, w obie strony”.

■ Na bazowych rynkach obligacji skarbowych łagodna retoryka banków centralnych zniwelowała wpływ spadku awersji do ryzyka z tytułu geopolityki. W rezultacie po tym jak w pierwszej połowie tygodnia rentowności papierów skarbowych w USA i Niemczech wrosły odreagowując wcześniejszy spadek, publikacje *minutes* poskutkowała w

**BIURO ANALIZ
MAKROEKONOMICZNYCH**bosbank.analizy@bosbank.pl**ŁUKASZ TARNAWA**
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**
Ekonomista

+48 515 111 698

janina.swiatkowska@bosbank.pl

drugiej połowie tygodnia praktycznie całkowitym cofnięciem tego efektu. Ostatecznie w skali całego tygodnia rentowności obligacji 10-letnich na rynkach bazowych praktycznie nie zmieniły się, utrzymując się na niskich poziomach - w USA w okolicach 2,20%, a w Niemczech - ok. 0,40%.

■ Wygaśnięcie geopolitycznej awersji do ryzyka przyniosło pozytywne odreagowanie na wielu rynkach aktywów finansowych o wyższym profilu ryzyka po silnych spadkach we wcześniejszym tygodniu. Wśród tych rynków można wskazać akcje i kursy walut większości rynków wschodzących (w tym z Azji) oraz na giełdach w strefie euro (w tym w Niemczech). Rynki te wyróżniły się silną skalą spadku notowań indeksów we wcześniejszym tygodniu. Pod koniec tygodnia poprawę nastrojów w Europie zahamowały informacje o zamachach terrorystycznych w Hiszpanii. Ostatecznie w skali tygodnia indeks MSCI EMU zyskał ponad 1% w skali tygodnia (po ponad 2-proc. spadku tydzień wcześniej). Na rynku amerykańskiego w minionym tygodniu kontynuowany był trend spadkowy notowań akcji. Syntetyczny indeks rynku akcji MSCI USA obniżył się o 0,6%, po wcześniejszym spadku o blisko 1,5%. W przypadku rynku amerykańskiego czynnikiem, który negatywnie wpływał na sytuację rynkową były informacje świadczące o wzroście ryzyka politycznego w USA. W minionym tygodniu nasiliła się krytyka prezydenta Trumpa (m.in. w Partii Republikańskiej i wśród przedstawicieli biznesu) za spóźnioną i mało stanowczą reakcją na zamieszki w Charlottesville. W rezultacie kilku prezesów dużych amerykańskich firm zrezygnowało z członkostwa w ciałach doradczych Białego Domu, co spowodowało rozwiązanie tych gremiów przez prezydenta. Wydarzenia te wzmogły obawy rynkowe, że programy reform podatkowych, deregulacji oraz pakietu inwestycyjnego mogą nie wejść w życie, szczególnie, że będą one wymagać wsparcia większości republikańskiej w Kongresie USA.

■ Miniony tydzień nie przyniósł znaczących zmian sytuacji na globalnym rynku walutowym. Kursy głównych walut rezerwowych poruszały się w trendzie bocznym, przy równoważących się czynnikach: spadku awersji do ryzyka, łagodnej retoryki Fed i EBC, ryzyka politycznego w USA i informacji nt. ataków terrorystycznych w Hiszpanii. W efekcie kurs USD/EUR wahał się w przedziale 1,1720-1,1820 USD/EUR. W skali tygodnia nie zmienił się też kurs franka szwajcarskiego, poruszając się w trakcie tygodnia w trendzie bocznym w okolicach 1,13 CHF/EUR.

■ Na polskim rynku finansowym ubiegły tydzień przyniósł istotną zmianę rentowności obligacji skarbowych, przy ograniczonej tygodniowej skali zmian kursu złotego i notowań akcji na GPW. Spadek awersji do ryzyka globalnie w połączeniu z łagodną retoryką Fed i EBC wzmogły

popyt na złotowe obligacje skarbowe, skutkując spadkiem rentowności 10-letnich papierów o ponad 10 pkt. baz. w skali tygodnia do poziomu 3,30%, przy jednoczesnym zawężeniu o 10 pkt. baz. spreadu rentowności polskich papierów wobec ich odpowiedników na rynkach bazowych. W przypadku kursu złotego – okresowo pozytywnie na notowania polskiej waluty wpłynęła publikacja nieco silniejszego od oczekiwań wzrostu PKB za II kw. W efekcie w trakcie tygodnia kurs złotego umocnił się w kierunku 4,25 PLN/EUR, jednak w drugiej połowie tygodnia ten pozytywny efekt wygasł skutkując powrotem w okolice 2,27 PLN/EUR notowanego tydzień wcześniej. Przy ograniczonych zmianach kursów USD i CHF na globalnym rynku, także relacja złotego do tych walut nie uległa większym zmianom w skali minionego tygodnia. W przypadku notowań akcji na GPW tygodniowa zmiana indeksu WIG wyniosła -0,2%, przy nieco większym spadku WIG20 – o 0,5%.

■ Opublikowany w minionym tygodniu wzrost PKB za II kw. wyniósł 3,9% r/r wobec 4,0% w I kw., co świadczy o kontynuacji solidnego wzrostu polskiej gospodarki, po bardzo dobrym początku roku. Opublikowane dane nt. PKB mają charakter wstępny - GUS podał jedynie zmianę PKB bez jego struktury (pełne dane poznamy 31.08). Wg naszych szacunków w II kw. nadal najsilniejszą kontrybucję we wzrost PKB miała konsumpcja prywatna. Jednocześnie oczekujemy, że w II kw. miała miejsce kontynuacja wzrostu dynamiki inwestycji, przy już zdecydowanie mniejszym udziale we wzroście akumulacji zapasów. Opublikowane miesięczne dane nt. polskiej gospodarki za lipiec wskazały, że w III kw. aktywność utrzymała się na podwyższonym poziomie. W szczególności, wysoki, blisko 20-proc. r/r wzrost produkcji budowlano-montażowej wspiera oczekiwania coraz silniejszego wzrostu nakładów inwestycyjnych, głównie w zakresie inwestycji publicznych. Ten efekt powinien pozwolić na utrzymanie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach w okolicach 4% r/r.

■ W nadchodzącym tygodniu najistotniejsze z punktu widzenia sytuacji rynkowej będą wstępne odczyty sierpniowych indeksów koniunktury PMI ze strefy euro oraz Ifo z Niemiec. Przypomnijmy, lipiec przyniósł dość powszechną korektę spadkową indeksów koniunktury globalnie (także w USA i Chinach), tym samym sierpniowe indeksy z Europy będą postrzegane przez pryzmat potencjału do kontynuacji / odwrócenia tendencji z lipca. Ponadto w nadchodzącym tygodniu odbędzie się coroczna konferencja – spotkanie bankierów centralnych w Jackson Hole. Często przy tej okazji pojawiają się istotne wypowiedzi bankierów centralnych istotne dla rynków. Wśród planowanych wystąpień najbardziej oczekiwanym jest wystąpienie prezesa EBC Mario Draghi.

■ Patrząc w szerszej i dłuższej perspektywie - pomijając (póki co okresowy) wpływ na sytuację rynkową ryzyka o charakterze geopolitycznym - napływające ostatnio informacje, zarówno z głównych banków centralnych, jak i z głównych gospodarek, wydają się potwierdzać nasz scenariusz rynkowy bazujący na założeniu nie tak dynamicznego, jak wydaje się rynki tego oczekiwały, ożywienia aktywności gospodarki globalnej w nadchodzących kwartałach oraz ostrożnej polityki monetarnej głównych banków centralnych. Bieżąca łagodna retoryka FOMC i EBC potwierdza naszą dotychczasową ostrożność co do tempa zacieśniania polityki monetarnej przez główne banki światowe. Jeśli taki scenariusz będzie nadal realizowany, powinien on wspierać relatywnie niskie rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych, przy ograniczonym negatywnym wpływie na aktywa rynków wschodzących i polskie aktywa finansowe zacieśnienia polityki pieniężnej globalnie. Jednocześnie jednak jeśli będzie materializował się scenariusz ograniczonego (w stosunku do dotychczasowych oczekiwań rynkowych) przyspieszenia aktywności gospodarki globalnej, to może też wyczerpywać się potencjał do dalszej poprawy sytuacji na rynkach wschodzących, po bardzo silnym napływie kapitału na te rynki obserwowanego w ostatnich kwartałach. Czynnikiem dodatkowo ograniczającym apetyt na ryzyko na przełomie 2016/2017 może być powrót ryzyka politycznego w USA (problemy polityczne prezydenta Trumpa, negocjacje ws. podwyższenia limitu zadłużenia federalnego we wrześniu) lub w Europie (przedterminowe wybory we Włoszech). W takim scenariuszu sytuacja na globalnych rynkach wschodzących może ograniczać potencjał do wzmocnienia polskich aktywów finansowych z tytułu mocnych fundamentów polskiej gospodarki (dane makroekonomiczne, dużo lepsze od oczekiwań sprzed kilku miesięcy wyniki fiskalne w I. 2017-2018, korzystna sytuacja w bilansie płatniczym). W efekcie oddziaływania tych dwóch wypadkowych w perspektywie najbliższych miesięcy oczekujemy trendu bocznego w przypadku notowań kursu złotego w relacji do euro oraz złotych rentowności obligacji skarbowych.

Dane i wydarzenia w bieżącym tygodniu

■ Stopa bezrobocia w lipcu (24 sierpnia)

Oczekujemy, że w lipcu stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 7,0% z 7,1% notowanych w czerwcu. Już niewielka skala miesięcznego spadku stopy bezrobocia to w naszej ocenie zarówno efekt już minimalnych pozytywnych zmian z tytułu efektów sezonowych jak i zdecydowanie wolniejszej skali spadku stopy bezrobocia z tytułu efektów cyklicznych (wpływ każdego efektu wg naszych szacunków obniżył lipcową stopę bezrobocia o 0,05 pkt. proc.). Wg szacunków MRPiPS stopa bezrobocia rejestrowanego w lipcu utrzymała się na czerwcowym poziomie 7,1%.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń w bieżącym tygodniu

wtorek 22. sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
11:00	GER	Indeks nastrojów w gospodarce ZEW, sierpień	17,5 pkt.	15,0 pkt.	-
środa 23. sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
09:30	GER	Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.), sierpień	58,1 pkt.	57,8 pkt.	-
09:30	GER	Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.), sierpień	53,1 pkt.	53,3 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.), sierpień	56,6 pkt.	56,3 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.), sierpień	55,4 pkt.	55,4 pkt.	-
16:00	USA	Sprzedż domów na rynku pierwotnym, lipiec	610 tys. (annual)	610 tys. (annual)	-
czwartek 24. sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
24-26.08	USA	Coroczne sympozjum dot. polityki gospodarczej w Jackson Hole	-	-	-
10:00	PL	Stopa bezrobocia, lipiec	7,1%	7,0%	7,0%
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 17.08	232 tys.	238 tys.	-
16:00	USA	Sprzedż domów na rynku wtórnym, lipiec	5,52 mln. (annual)	5,57 mln (annual)	-
piątek 25. sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
08:00	GER	PKB, II kw. (ost.)	0,6% kw/kw (wst.)	0,6% kw/kw	-
10:00	GER	Indeks nastrojów w gospodarce Ifo, sierpień	116 pkt.	115,5 pkt.	-
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku, lipiec	6,4% m/m	-5,7% m/m	-
poniedziałek 28. sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
10:00	EMU	Podaż pieniądza M3, lipiec	0,5% m/m; 5,0% r/r	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

Krajowe dane i wydarzenia makroekonomiczne - sierpień

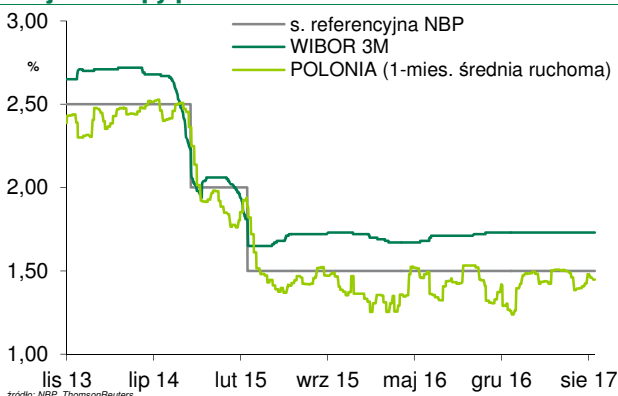
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ Bank
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	lipiec	1.08	53,1 pkt.	52,3 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	lipiec	11.08	1,7% r/r (wst.)	1,7% r/r	
Saldo w obrotach bieżących	PL	czerwiec	11.08	-179 mln EUR	-932 mln EUR	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	lipiec	14.08	0,8% r/r	0,8% r/r	
Wzrost PKB (wst.)	PL	II kw.	16.08	4,0% r/r	3,9% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	lipiec	17.08	4,3% r/r	4,5% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	lipiec	17.08	6,0% r/r	4,9% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	lipiec	18.08	4,5% r/r	6,2% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	lipiec	18.08	11,6% r/r	19,8% r/r	
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	lipiec	18.08	1,8% r/r	2,2% r/r	
Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	PL	lipiec	18.08	5,8% r/r	6,8% r/r	
Sprzedaż detaliczna (w cenach bieżących)	PL	lipiec	18.08	6,0% r/r	7,1% r/r	
Podaż pieniądza M3	PL	lipiec	23.08	5,0% r/r		5,3% r/r
Stopa bezrobocia	PL	lipiec	24.08	7,1%		7,0% r/r
Wzrost PKB (ost.)	PL	II kw.	31.08	4,0% r/r		3,9% r/r
Inflacja CPI (wst.)	PL	sierpień	31.08	1,7% r/r		1,8% r/r

Najważniejsze dane i wydarzenia makroekonomiczne z zagranicy - sierpień

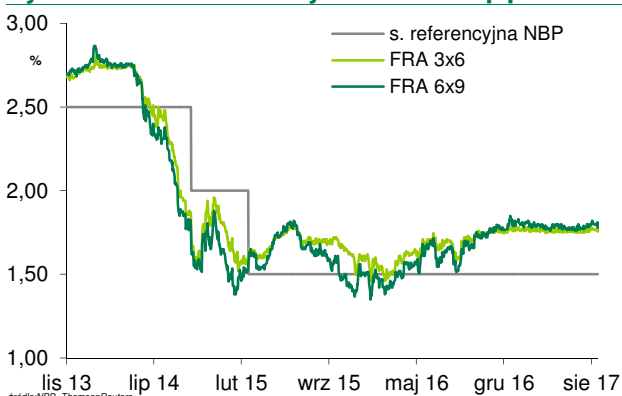
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM - przemysł	USA	lipiec	1.08	57,8 pkt.	56,3 pkt.	
Wskaźnik PCE inflacji bazowej	USA	czerwiec	1.08	1,4% r/r	1,5% r/r	
Wzrost PKB (wst.)	EMU	II kw.	1.08	1,9% r/r	2,0% r/r	
Indeks koniunktury ISM – usługi	USA	lipiec	3.08	57,4 pkt.	53,9 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	USA	lipiec	4.08	231 tys.	209 tys.	
Stopa bezrobocia	USA	lipiec	4.08	4,4%	4,3%	
Produkcja przemysłowa	CHN	lipiec	14.08	7,6% r/r	6,4% r/r	
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	sierpień	24.08	56,6 pkt.		56,3 pkt.
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	sierpień	24.08	55,4 pkt.		55,4 pkt.
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	sierpień	31.08	1,2% r/r		-
Wskaźnik PCE inflacji bazowej	USA	lipiec	31.08	-		-

Rynki finansowe

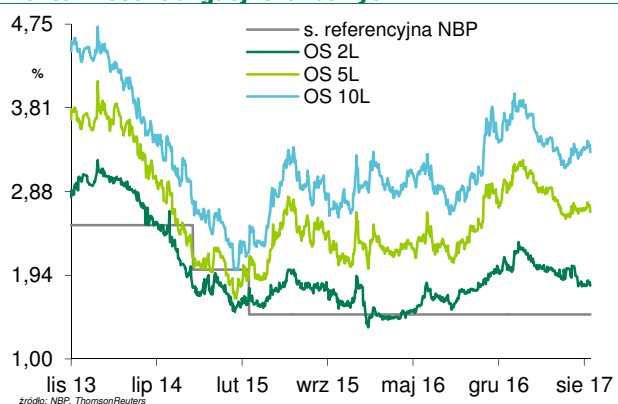
Krajowe stopy procentowe



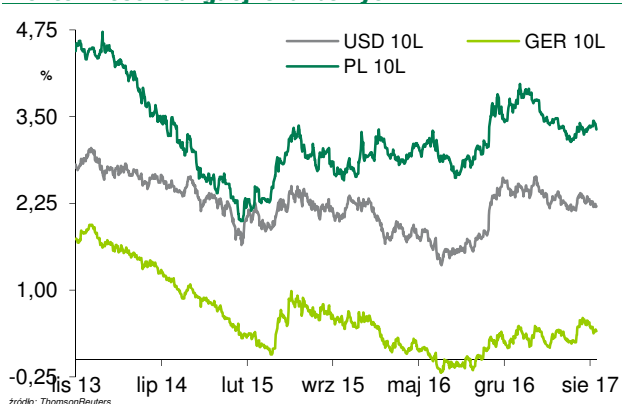
Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp proc.



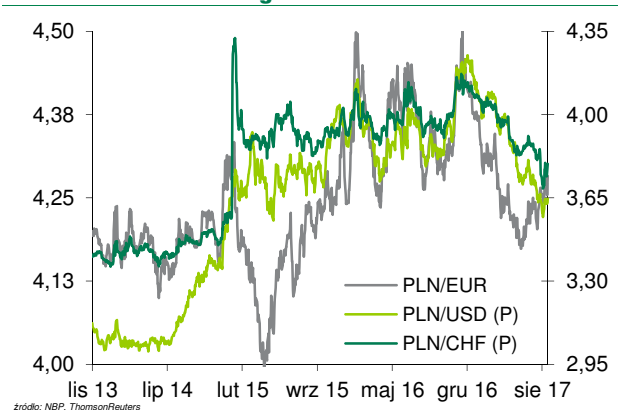
Rentowności obligacji skarbowych



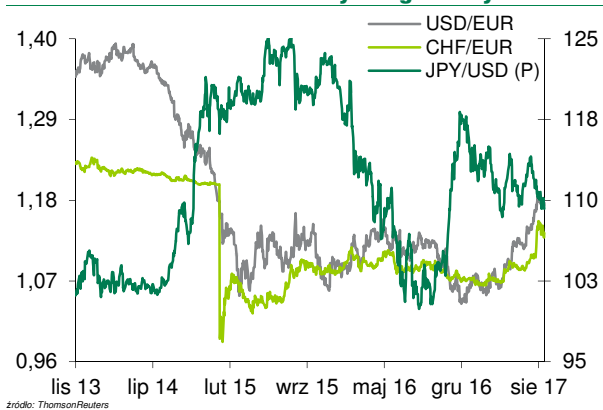
Rentowności obligacji skarbowych



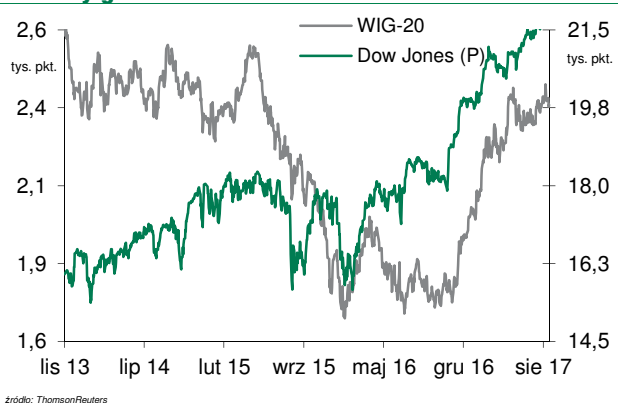
Notowania kursu złotego



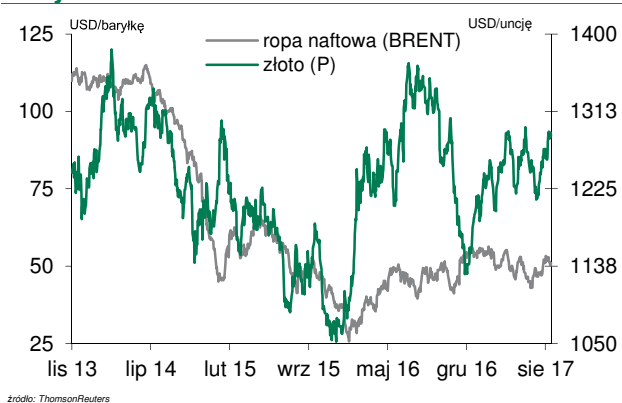
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

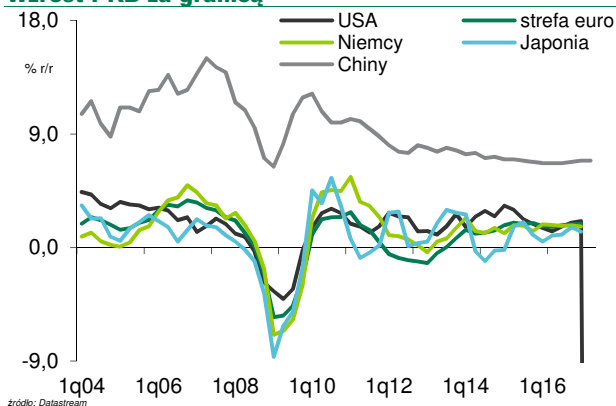


Ceny surowców

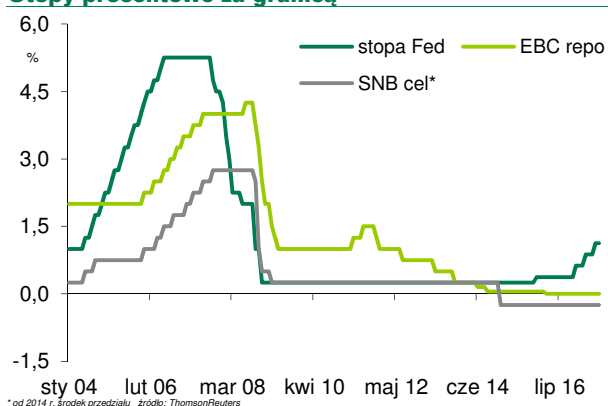


Sfera realna

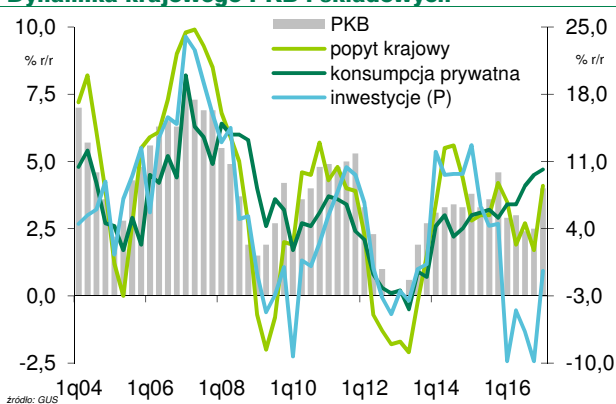
Wzrost PKB za granicą



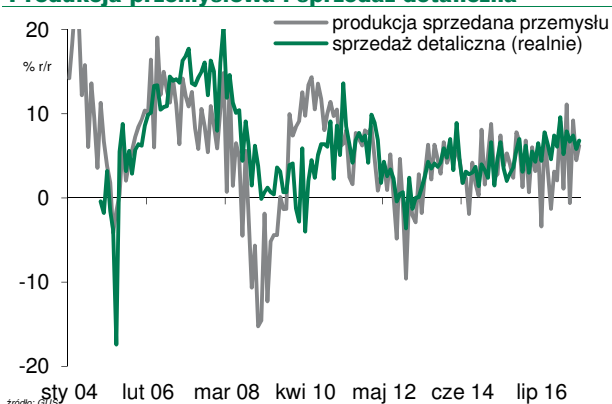
Stopy procentowe za granicą



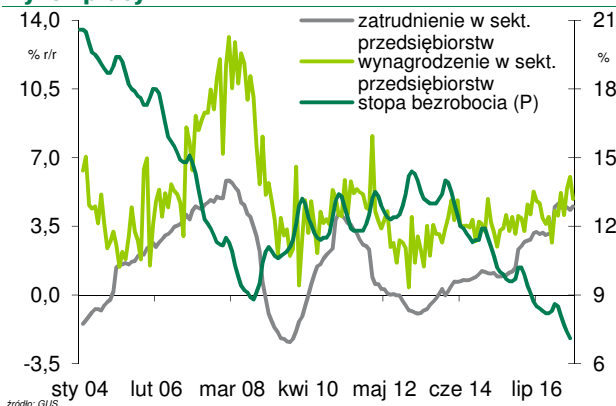
Dynamika krajowego PKB i składowych



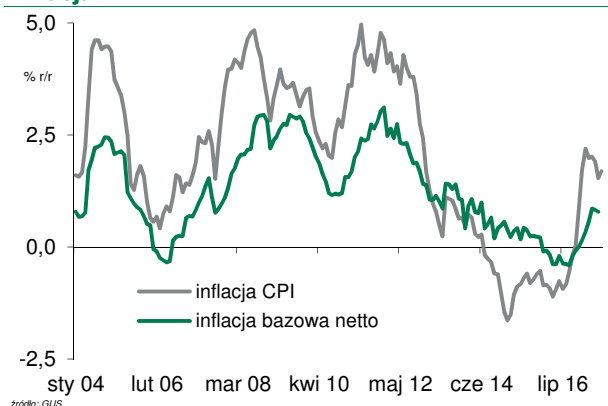
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



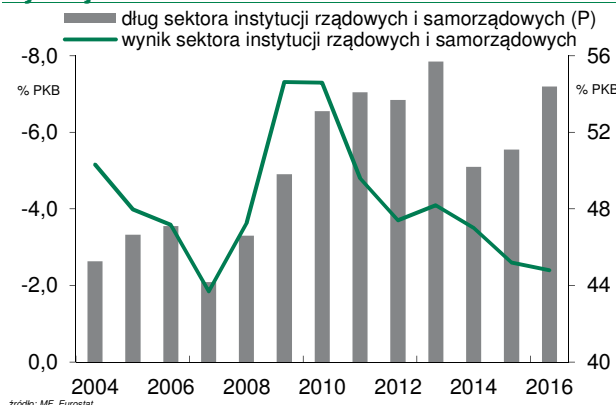
Rynek pracy



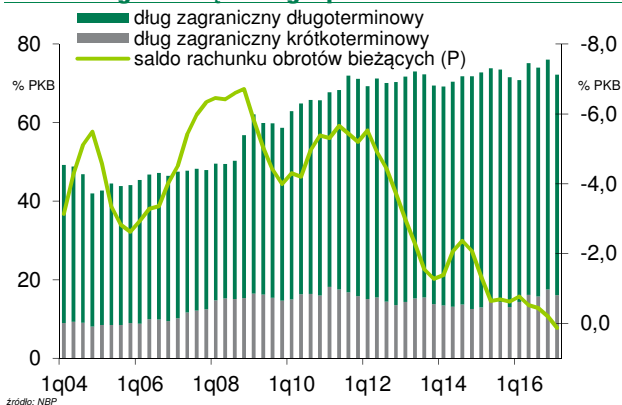
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzną gospodarki



Rynek finansowy

Wskaźnik		lip 17	2017-08-11	2017-08-18	wrz 17	paź 17	gru 17
Stopa lombardowa NBP	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%	1,83	1,87	1,82	1,85	1,90	1,95
Obligacje skarbowe 5L	%	2,70	2,75	2,65	2,70	2,75	2,80
Obligacje skarbowe 10L	%	3,39	3,44	3,32	3,35	3,35	3,40
PLN/EUR	PLN	4,25	4,29	4,28	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,63	3,64	3,65	3,71	3,74	3,78
PLN/CHF	PLN	3,74	3,80	3,79	3,85	3,86	3,88
USD/EUR	USD	1,18	1,182	1,176	1,15	1,14	1,13
Stopa Fed	%	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 5L	%	1,85	1,75	1,77	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,31	2,20	2,21	2,20	2,15	2,00
Obligacje skarbowe GER 5L	%	-0,19	-0,30	-0,27	-0,20	-0,20	-0,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,53	0,38	0,41	0,45	0,45	0,45

Źródła danych historycznych: NBP, Thomson Reuters

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.