

## **Wzrost zmienności rynkowej z tytułu wątków geopolitycznych oraz publikacji danych**

- Z początkiem minionego tygodnia uwaga rynków finansowych koncentrowała się na sytuacji wokół Korei Północnej. Brak eskalacji niepewności poskutkowało w połowie tygodnia spadkiem globalnej premii za ryzyko i silniejszym wpływem na rynki publikacji danych makroekonomicznych. Opublikowane dane wskazały na utrzymujące się perspektywy niskiej inflacji w krajach rozwiniętych, przy stabilizującej się sytuacji w sferze realnej, co utrzymywało ostrożne oczekiwania rynkowe dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Publikacje GUS potwierdziły korzystną sytuację krajowej gospodarki oraz stabilizowanie się inflacji CPI po silniejszej zmienności na przełomie 2016 r. i w I poł. br.
- Z początkiem minionego tygodnia temat huraganu Harvey w USA ustąpił informacjom dot. wystrzelenia przez Koreę Północną w kierunku Japonii rakiety (która ostatecznie wpadła do morza). Początkowy brak precyzyjnych informacji poskutkowało wzrostem ryzyka geopolitycznego i wzrostem globalnej premii za ryzyko. Brak eskalacji konfliktu wpłynął natomiast na stopniowe wygasanie wpływu tego czynnika w trakcie tygodnia, przy zyskujących na znaczeniu publikacjach danych makroekonomicznych.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane potwierdziły stabilny i solidny wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro, przy utrzymującym się bardzo niskim poziomie inflacji HICP. Więcej niespodzianek odnotowano w przypadku danych z USA. W sierpniu liczba nowych etatów wzrosła słabiej wobec oczekiwań o 156 tys., dodatkowo Departament Pracy skorygował nieznacznie w dół szacunki za wcześniejsze miesiące. Na nieco wyższym poziomie – tj. 4,4% wobec 4,3% w lipcu ukształtowała się stopa bezrobocia. Co więcej negatywnie zaskoczyła także dynamika wynagrodzeń. Wbrew oczekiwaniom rynkowym co do lekkiego wzrostu, dynamika płac utrzymała się na poziomie z lipca 2,5% r/r. Na nieznacznie niższym poziomie ukształtowały się także dane dot. wydatków konsumentów. W efekcie w drugiej połowie tygodnia nasiliły się wątpliwości dot. grudniowej podwyżki stóp procentowych Fed, które z kolei osłabły po publikacji – pod sam koniec tygodnia – danych dot. wskaźnika ISM koniunktury w amerykańskim przemyśle (dużo silniejszy od oczekiwań wzrost indeksu do 58,8 pkt.). W minionym tygodniu pozytywnie zaskoczyły także dane dot. indeksu koniunktury PMI w Chinach.

**BIURO ANALIZ  
MAKROEKONOMICZNYCH**

[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**ŁUKASZ TARNAWA**  
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

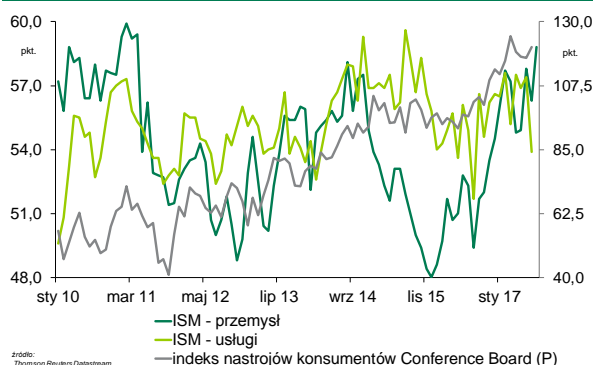
[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**  
Ekonomista

+48 515 111 698

[janina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:janina.swiatkowska@bosbank.pl)

## Utrzymanie korzystnych perspektyw amerykańskiej gospodarki...



## ...cały czas z ograniczonym wpływem na inflację



■ W skali całego tygodnia rentowności obligacji skarbowych w USA nie zmieniły się. Przez większą część tygodnia utrzymywały się na poziomie niższym o ponad 5 pkt. baz. (początkowo wpływ wzrostu globalnej premii za ryzyko, potem publikacji danych). Z kolei publikacja danych nt. indeksu ISM przełożyła się na wyraźny wzrost papierów do poziomu 2,18% dla obligacji 10-letnich, tj. do poziomu notowanego na koniec tygodnia poprzedniego. Solidnie (o 1,5%) na wartości zyskał amerykański rynek akcji, której w drugiej połowie tygodnia sprzyjało ograniczenie obaw o ryzyko geopolityczne. Choć dane z rynku pracy zaskoczyły negatywnie, to późniejsza publikacja danych dot. indeksu ISM, jak również wciąż solidne (choć słabsze) tempo zatrudnienia pozwoliło większą uwagę przypisać pozytywnym dla notowań akcji oczekiwaniom mniejszej skali zacieśnienia polityki pieniężnej niż pogorszenia danych.

■ Przy sporej zmienności w trakcie tygodnia, w skali całego tygodnia kurs dolara (wg nominalnego efektywnego kursu) osłabił się o ok. 0,4%. W podobnej skali w minionym tygodniu osłabiły się notowania euro, w efekcie kurs wspólnej waluty euro wobec dolara utrzymał się blisko poziomu 1,19 USD/EUR. W skali tygodnia na stabilnym poziomie utrzymały się także rentowności obligacji skarbowych na rynku niemieckim oraz indeksy akcji w Europie.

■ Wzrost awersji do ryzyka skutkowało w trakcie tygodnia nieco większą zmiennością notowań aktywów rynków wschodzących, przy ograniczonej zmianie w skali całego tygodnia. Syntetyczny indeks giełdowy MSCI dla rynków wschodzących zmienił się minimalnie (tygodniowy wzrost o 0,2%), przy braku wyraźnego trendu na rynku walutowym.

■ Na krajowym rynku w drugim tygodniu z rzędu notowano bardzo niską zmienność rentowności obligacji skarbowych. Pomimo początkowego okresowego wzrostu globalnej premii za ryzyko, indeks

WIG zyskał w skali tygodnia 1,7%. Kurs złotego utrzymywał się w trakcie tygodnia w wąskim przedziale wahań 4,24 – 4,27 PLN/EUR reagując na zmiany poziomu awersji do ryzyka oraz oczekiwań dot. polityki pieniężnej Fed (w kontekście publikacji danych makroekonomicznych).

■ Opublikowane w minionym tygodniu dane potwierdziły wstępny szacunek GUS wzrostu PKB w II kw. br. o 3,9% r/r. Struktura danych wskazała na nieco większą od oczekiwań kontrybucję konsumpcji prywatnej we wzrost, przy nieco niższej kontrybucji inwestycji. Biorąc pod uwagę wyraźny wzrost wydatków inwestycyjnych sektora publicznego oczekujemy dalszego wzrostu inwestycji w II poł. br. choć skalę tego wzrostu będzie hamował zakładany przez nas wolniejszy wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Wyższe efekty bazy będą w kolejnych kwartałach zaniżać dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i tym samym konsumpcji prywatnej, choć utrzymanie korzystnej sytuacji na rynku pracy będzie hamowało skalę tego spadku. W kolejnych kwartałach oczekujemy z jednej strony ograniczenia kontrybucji konsumpcji we wzrost PKB przy jednoczesnym wzroście kontrybucji inwestycji, co powinno skutkować utrzymaniem dynamiki PKB w okolicach poziomu 4,0% r/r. Wg wstępnych danych sierpniowa inflacja CPI lekko wzrosła do 1,8% r/r z 1,7% r/r w lipcu przy nieco wyższej dynamice cen paliw.

■ Nie sądzimy, aby publikowane w minionym tygodniu dane wpłynęły na istotną zmianę retoryki RPP co do polityki pieniężnej na posiedzeniu Rady w tygodniu bieżącym. Cały czas zapewne kluczowe dla większości członków Rady będzie utrzymujący się stabilny, niski poziom inflacji oraz wolny wzrost dynamiki inwestycji. Biorąc pod uwagę coraz wyraźniejsze dystansowanie się 2-3 członków Rady od dotychczasowych kategorycznych ocen prezesa NBP dot. stabilizacji stóp procentowych także w 2018 r., najciekawszą informacją podczas konferencji prasowej będzie to, czy liczba członków o podobnych poglądach rośnie.

■ Nieco więcej niepewności można zapewne przypisać zaplanowanemu na bieżący tydzień posiedzeniu rady EBC. Na posiedzeniu lipcowym zapowiedziane zostało przeprowadzenie szerszej analizy dot. perspektyw polityki pieniężnej na jesieni br. Sądzimy, że póki co rada wstrzyma się z konkretniejszymi zapowiedziami dot. polityki QE w 2018 r. Choć na posiedzeniu we wrześniu rada będzie już dysponowała najnowszą projekcją inflacyjną, to biorąc pod uwagę niejednoznaczny obraz sytuacji makroekonomicznej (solidne przyspieszenie aktywności vs utrzymująca się bardzo niska inflacja) uważamy, że rada będzie wolała przeanalizować jak największą liczbę danych i wskaźników oraz zapowiedzianą analizę przedstawi na posiedzeniu w październiku.

## Dane i wydarzenia w bieżącym tygodniu

### ■ Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (5-6 września)

**Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, ze stopą referencyjną NBP na poziomie 1,5%.** Oczekujemy, że podtrzymany zostanie przekaz, iż większość Rady nie widzi potrzeby zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Komfort Radzie będzie cały czas dawać: utrzymujący się stabilny wskaźnik bieżącej inflacji, oczekiwany okresowy spadek inflacji na przełomie roku oraz wciąż niska dynamika inwestycji (pomimo solidnego wzrostu PKB). Najistotniejszą informacją konferencji prasowej będą wypowiedzi pozostałych (poza prezesem członków Rady) oraz informacje, czy w Radzie rośnie liczba członków bardziej sceptycznych wobec deklaracji prezesa NBP o wysokim prawdopodobieństwie stabilizacji stóp procentowych także w 2018 r.

### ■ Posiedzenie rady EBC (7 września)

**Oczekujemy, że rada EBC nie dokona żadnych zmian parametrów polityki pieniężnej,** w tym utrzyma na niezmiennym poziomie stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,4% dla stopy depozytowej) i nie dokona zmian w zakresie programu skupu aktywów.

Po posiedzeniu w lipcu rada EBC zapowiedziała szerszą analizę dot. bieżącej polityki pieniężnej „na jesieni”. Biorąc pod uwagę notowane ostatnio nieznaczne pogorszenie wskaźników koniunktury gospodarczej a przede wszystkim utrzymującą się sporą niepewność dot. średnioterminowych prognoz inflacji sądzimy, że rada będzie preferowała zapoznanie się z maksymalnie dużą ilością kolejnych danych makroekonomicznych przed podjęciem decyzji dot. programu luzowania polityki pieniężnej po 2017 r. Ewentualne zmiany w polityce pieniężnej będą wprowadzane dopiero w 2018 r., stąd rada nie musi się spieszyć z ich ogłaszaniem. Z tego względu sądzimy, że nowe informacje dot. polityki pieniężnej, w tym kolejne zmiany w zakresie programu QE zostaną zaprezentowane najwcześniej na posiedzeniu w październiku.

### ■ Przegląd ratingu Polski przez Moody's (8 września)

**Oczekujemy, że agencja potwierdzi długoterminowy rating Polski na poziomie „A2” z perspektywą stabilną.** Biorąc pod uwagę majową decyzję o podwyższeniu perspektywy ratingu, nie sądzimy, aby agencja zdecydowała się obecnie na jakiegokolwiek nowe decyzje. W komentarzu agencja zapewne jako pozytywne oceni efekty przyspieszenia wzrostu gospodarczego i dobre wyniki fiskalne, przy zapewne negatywnej ocenie trwających zmian regulacyjnych.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń w bieżącym tygodniu

wtorek 5. września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI – usługi, sierpień	51,5 pkt.	-	-
10:00	GER	Indeks koniunktury PMI - usługi , sierpień (ost.)	53,4 pkt. (wst.)	53,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI - usługi , sierpień (ost.)	54,9 pkt. (wst.)	54,9 pkt.	-
11:00	EMU	Wzrost PKB, II kw. (ost.)	0,6% kw/kw; 2,2% r/r (wst.)	0,6% kw/kw; 2,2% r/r	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, lipiec	0,5% m/m; 3,1% r/r	-0,1% m/m; 2,5% r/r	-
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle, lipiec	3,0% m/m	-3,2% m/m	-
środa 6. września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
08:00	GER	Zamówienia w przemyśle, lipiec	1,0% m/m	0,1% m/m	-
-	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP dot. poziomu stóp procentowych NBP</b>	<b>1,50%</b>	<b>1,50%</b>	<b>1,50%</b>
<b>16:00</b>	<b>PL</b>	<b>Konferencja prasowa po posiedzeniu RPP</b>	-	-	-
16:00	USA	Indeks koniunktury ISM - usługi, sierpień	53,9 pkt.	54,1 pkt.	-
czwartek 7. września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
08:00	GER	Produkcja przemysłowa, lipiec	-1,1% m/m	0,5% m/m	-
13:45	EMU	Ogłoszenie decyzji rady EBC ws. poziomu stóp procentowych	0,0% / -0,4%	0,0% / -0,4%	0,0% / -0,4%
14:30	EMU	Konferencja prasowa po posiedzeniu rady EBC	-	-	-
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 2.09	236 tys.	241 tys.	-
piątek 8. września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
-	CHN	Eksport, sierpień	7,2% r/r	6,0% r/r	-
-	CHN	Import, sierpień	11,0% r/r	10,0% r/r	-
sobota 9. września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
03:30	CHN	Inflacja CPI, sierpień	0,1% m/m; 1,4% r/r	0,3% m/m; 1,6% r/r	-
poniedziałek 11 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wskaźnik inflacji CPI, sierpień (ost.)</b>	<b>1,8% r/r (wst.)</b>	<b>1,8% r/r</b>	<b>1,8% r/r</b>

\* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

## Krajowe dane i wydarzenia makroekonomiczne – wrzesień

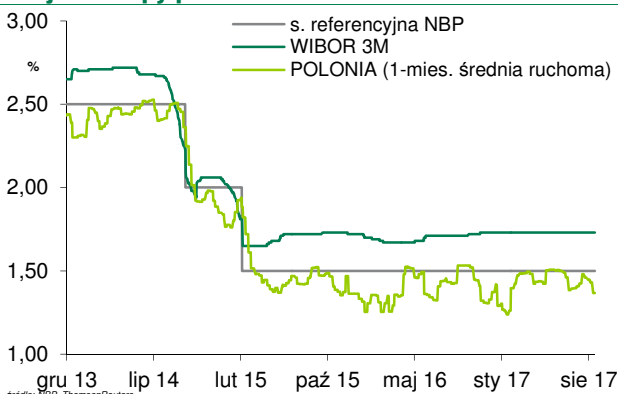
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ Bank
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	sierpień	1.09	52,3 pkt.	52,5 pkt.	
Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej	PL	wrzesień	5-6.09	1,50%		1,50%
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	sierpień	11.09	1,8% r/r (wst.)		1,8% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	sierpień	12.09	0,8% r/r		0,8% r/r
Saldo w obrotach bieżących	PL	lipiec	13.09	-932 mln EUR		-963 mln EUR
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	18.08	4,5% r/r		4,5% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	18.08	4,9% r/r		5,9% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	sierpień	19.08	6,2% r/r		7,8% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	sierpień	19.08	19,8% r/r		22,1% r/r
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	sierpień	19.08	2,2% r/r		2,9% r/r
Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	PL	sierpień	19.08	6,8% r/r		6,2% r/r
Sprzedaż detaliczna (w cenach bieżących)	PL	sierpień	19.08	7,1% r/r		6,7% r/r
Podaż pieniądza M3	PL	lipiec	23.08	5,0% r/r		5,3% r/r
Stopa bezrobocia	PL	lipiec	25.09	7,1%		7,0% r/r
Inflacja CPI (wst.)	PL	sierpień	29.09	1,8% r/r		-

## Najważniejsze dane i wydarzenia makroekonomiczne z zagranicy – wrzesień

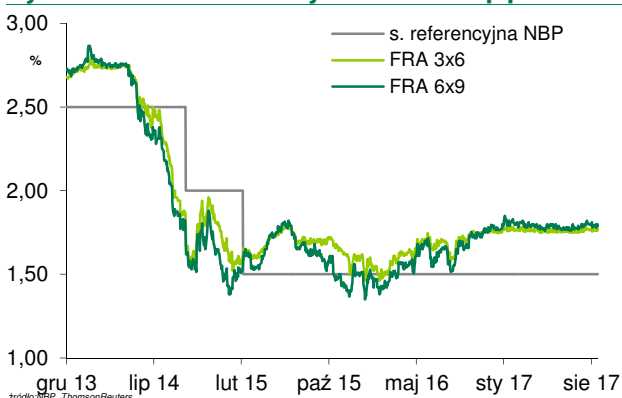
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM - przemysł	USA	sierpień	1.09	56,3 pkt.	58,8 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	USA	sierpień	1.09	209 tys.	156 tys.	
Stopa bezrobocia	USA	sierpień	1.09	4,3%	4,4%	
Indeks koniunktury ISM - usługi	USA	sierpień	6.09	53,9 pkt.		54,1 pkt.
Posiedzenie rady EBC	EMU	wrzesień	7.09	0,0% / -0,4% r/r OE bz		0,0% / -0,4% r/r OE bz
Produkcja przemysłowa	CHN	sierpień	14.09	6,4% r/r		6,6% r/r
Posiedzenie FOMC	USA	wrzesień	19-20.09	1,00%-1,25%		1,00%-1,25% zmiany w polityce QE od IV kw.
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	wrzesień	22.09	57,4 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	wrzesień	22.09	54,9 pkt.		-
Wybory parlamentarne	GER	-	24.09	-		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst)	EMU	wrzesień	29.09	1,2% r/r		-
Wskaźnik PCE inflacji bazowej	USA	sierpień	29.09	1,4% r/r		-

## Rynki finansowe

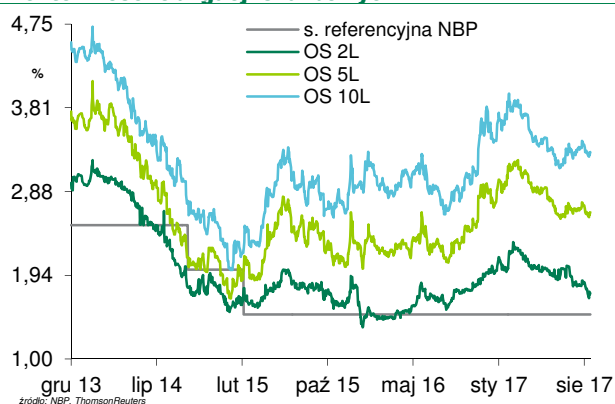
### Krajowe stopy procentowe



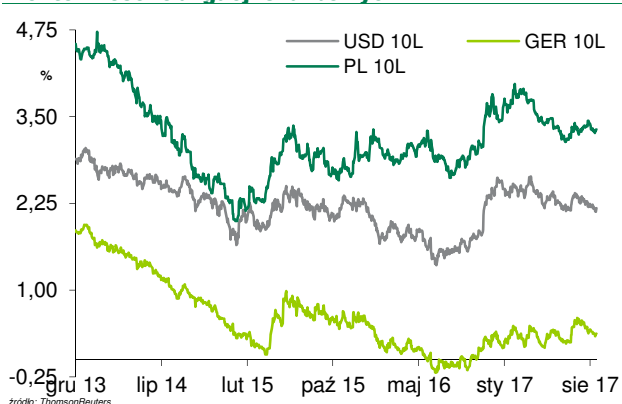
### Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp proc.



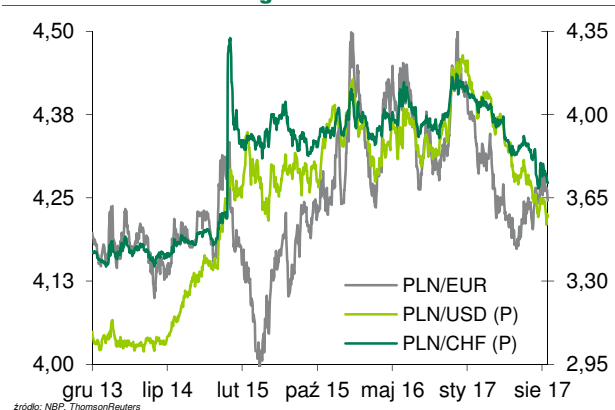
### Rentowności obligacji skarbowych



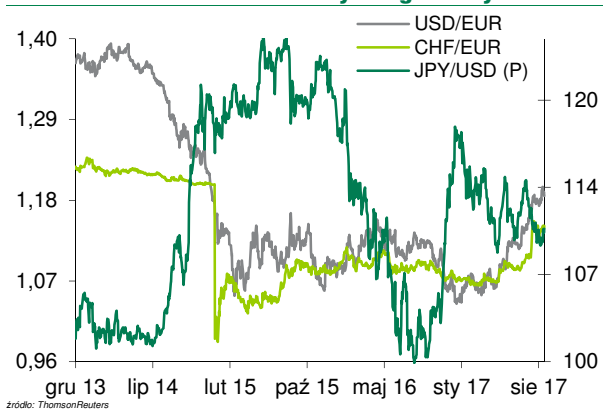
### Rentowności obligacji skarbowych



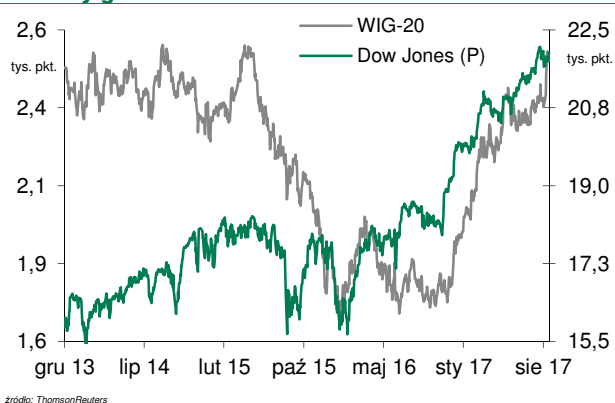
### Notowania kursu złotego



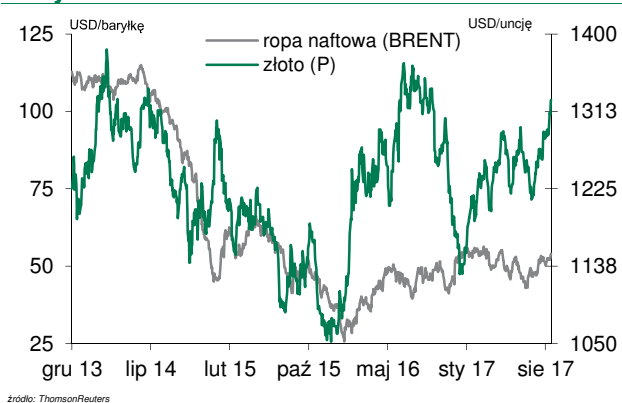
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe



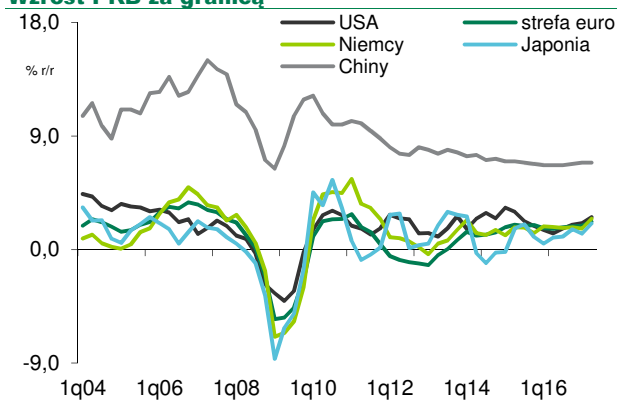
### Ceny surowców



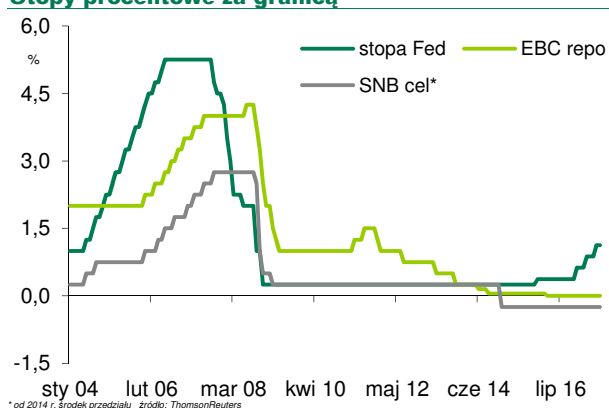


## Sfera realna

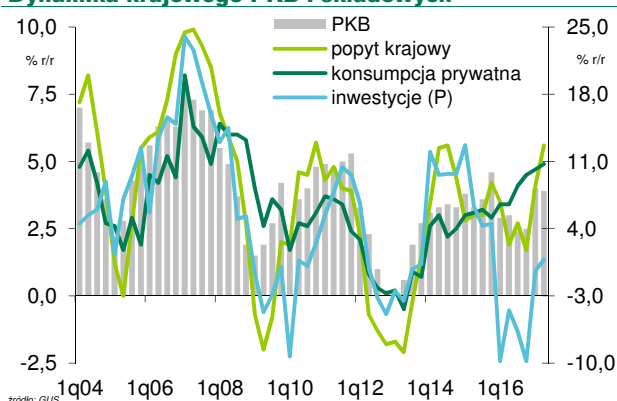
### Wzrost PKB za granicą



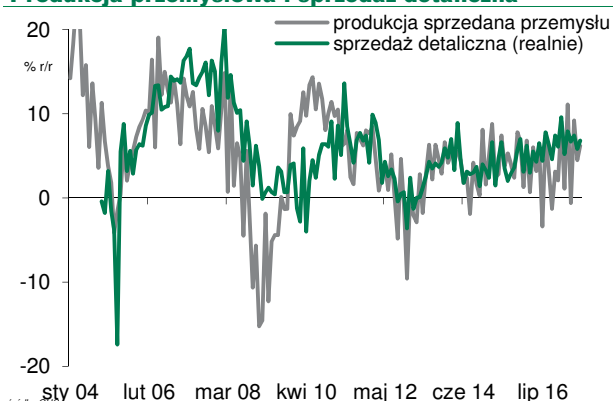
### Stopy procentowe za granicą



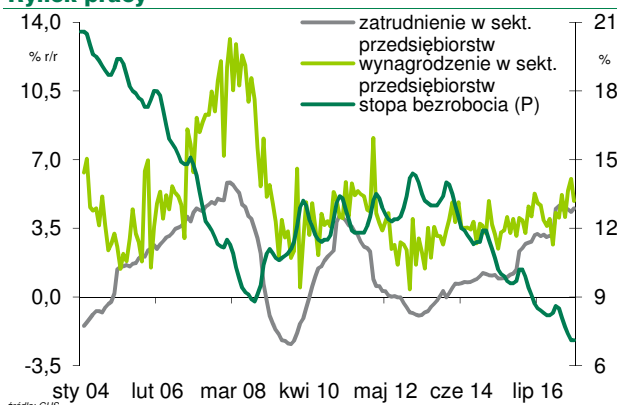
### Dynamika krajowego PKB i składowych



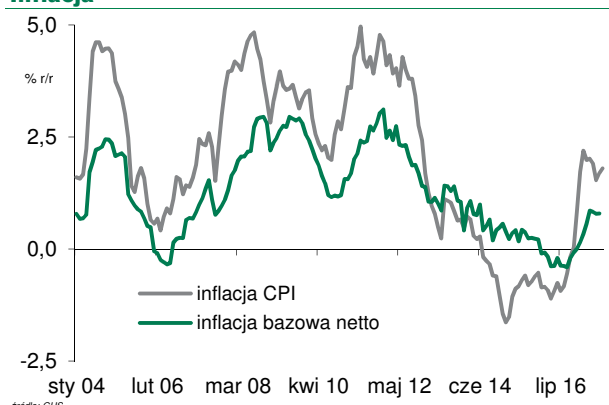
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



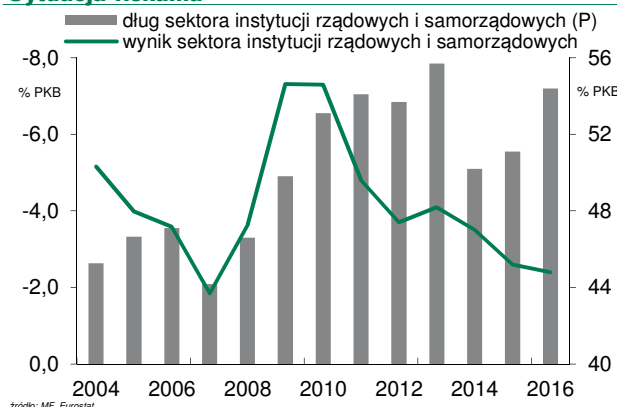
### Rynek pracy



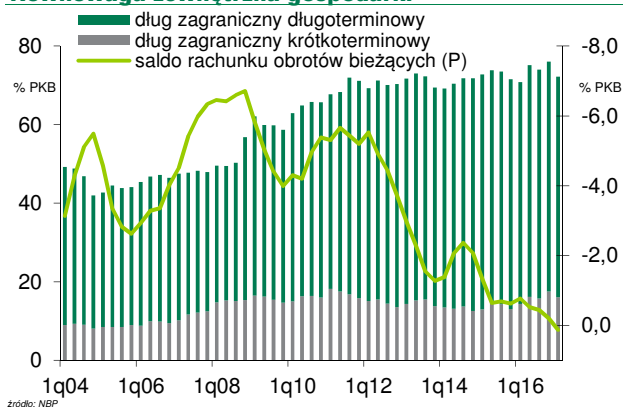
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki





## Rynek finansowy

Wskaźnik		sie 17	2017-08-25	2017-09-01	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	%	1,85	1,74	1,74	1,85	1,90	1,90
Obligacje skarbowe 5L	%	2,70	2,62	2,64	2,70	2,75	2,80
Obligacje skarbowe 10L	%	3,35	3,28	3,32	3,35	3,35	3,40
PLN/EUR	PLN	4,25	4,26	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,57	3,61	3,57	3,57	3,60	3,73
PLN/CHF	PLN	3,74	3,75	3,71	3,78	3,83	3,86
USD/EUR	USD	1,19	1,193	1,186	1,19	1,18	1,14
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	%	1,80	1,77	1,75	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,20	2,18	2,18	2,15	2,10	2,00
Obligacje skarbowe GER 5L	%	-0,20	-0,32	-0,34	-0,20	-0,20	-0,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,45	0,38	0,37	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.