

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja lipcowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się w lipcu do 55,7 pkt. wobec 56,3 pkt. w czerwcu. Zmniejszenie wartości indeksu wynikało naszym zdaniem z nieznacznego pogorszenia koniunktury zarówno w Niemczech, jak i we Francji. We wtorek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że wartość indeksu nie zmieni się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniesie 115,1 pkt. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich realizacja będzie naszym zdaniem lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W środę odbędzie się posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej zostanie utrzymany na niezmiennym poziomie. Uważamy, że FED może dostosować treść komunikatu sygnalizując bliski termin rozpoczęcia ograniczania bilansu FED. Taka zmiana komunikacji będzie spójna z wcześniejszymi wypowiedziami prezes FED, J. Yellen. Naszym zdaniem komunikat po posiedzeniu nie dostarczy nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz perspektyw polityki pieniężnej w USA, zgodnie z którym FED rozpocznie ograniczanie swojego bilansu we wrześniu br. oraz podniesie stopy procentowe o 25 pb w grudniu br. Oczekujemy, że publikacja komunikatu po posiedzeniu FOMC będzie oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się do 2,4% wobec 1,4% w I kw. ze względu na wyższy wkład konsumpcji. Prognozujemy, że miesięczna dynamika wstępnych zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w czerwcu do 5,0% wobec -0,8% w maju ze względu na wyższe zamówienia w firmie Boeing. Oczekujemy, że dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,58 mln w czerwcu wobec 5,62 mln w maju) oraz sprzedaży nowych domów (625 tys. wobec 610 tys. w maju) potwierdzą ożywienie na amerykańskim rynku nieruchomości. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury konsumenckiej w lipcu. Uważamy, że zarówno zrewidowany w górę finalny indeks Uniwersytetu Michigan (93,4 pkt. wobec 95,1 pkt. w czerwcu), jak również indeks zaufania konsumentów Conference Board (115,0 pkt. wobec 118,9 pkt.) zasygnalizują nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w lipcu. Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Dane dotyczące liczby pozwoleń na budowę (1254 tys. w czerwcu wobec 1168 tys. w maju) oraz liczby rozpoczętych budów domów (1215 tys. w czerwcu wobec 1122 tys. w maju) wskazały na kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. Spadek odnotowały natomiast regionalne wskaźniki koniunktury w przetwórstwie. Indeks NY Empire State zmniejszył się w lipcu do 9,8 pkt. wobec 19,8 pkt. w czerwcu, a indeks Philadelphia FED spadł w lipcu do 19,5 pkt. wobec 27,6 pkt. w czerwcu. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się z 1,4% w I kw. do 2,4% w II kw. i w III kw. pozostanie na tym poziomie.

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami parametry polityki monetarnej nie uległy zmianie. Utrzymana została również zapowiedź, zgodnie z którą stopy procentowe zostaną najprawdopodobniej utrzymane na obecnym poziomie przez dłuższy okres, znacząco przekraczający horyzont programu skupu aktywów (tzw. *forward guidance*). Wbrew naszym oczekiwaniom, niezmienny został fragment mówiący, że EBC jest gotów zwiększyć skalę lub wydłużyć horyzont programu skupu aktywów. Oczekiwaliśmy, że zostanie usunięta z niego część o możliwości ewentualnego zwiększenia wielkości skupu (por. MAKROmapa z 17.07.2017). EBC ze zmianą komunikatu będzie najprawdopodobniej chciał poczekać do publikacji wrześniowej projekcji ekonomicznej ECB, której znaczenie dla przyszłej polityki monetarnej podkreślane było przez prezesa EBC M. Dragiego podczas konferencji prasowej po posiedzeniu w tym tygodniu. W swoich wypowiedziach M. Draghi zaznaczył, że w strefie euro obserwowane jest trwałe ożywienie. Jednocześnie powiedział, że podczas posiedzenia nie był poruszany temat ewentualnego ograniczania programu skupu aktywów. Mimo gołębich wypowiedzi M. Dragiego ich następstwem było umocnienie euro względem dolara i podwyższona zmienność rentowności niemieckich obligacji. Oczekujemy, że na wrześniowym posiedzeniu EBC ogłosi szczegóły dotyczące perspektyw Rozszerzonego Programu Skupu Aktywów. Uważamy, że w tym celu przedstawi 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.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w czerwcu do 6,0% r/r wobec 5,4% w maju, osiągając najwyższy poziom od stycznia 2012 r.** Naszym zdaniem głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw były przesunięcia wypłat zmiennych składników wynagrodzenia, a nie narastanie presji płacowej związanej z poprawą sytuacji na rynku pracy (por. MAKROpuls z 18.07.2017). Roczna dynamika zatrudnienia obniżyła się w czerwcu do 4,3% z 4,5% w maju. Niższe roczne tempo wzrostu zatrudnienia w czerwcu było wynikiem oddziaływania efektu wysokiej bazy sprzed roku. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło 7,9% w II kw. wobec 7,1% w I kw. W kolejnych miesiącach wraz ze stopniowym wyhamowaniem poprawy sytuacji na rynku pracy oczekujemy łagodnego obniżenia rocznej dynamiki zatrudnienia.
- **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w czerwcu do 4,5% r/r wobec 9,1% w maju.** Główną przyczyną silnego obniżenia tempa wzrostu produkcji pomiędzy majem a czerwcem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, w czerwcu odnotowano wysoką dynamikę produkcji w branżach ze znaczącym udziałem eksportu w przychodach ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Dane potwierdzają zatem utrzymujący się silny popyt zagraniczny na wytwarzane w Polsce towary (por. MAKROpuls z 19.07.2017). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w czerwcu do 11,6% r/r wobec 8,4% w maju. Jej wzrost nastąpił mimo wspomnianej powyżej niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Zwiększenie dynamiki produkcji budowlano-montażowej wynikało z jej wyższego tempa wzrostu w kategoriach "obiekty inżynierii lądowej i wodnej" oraz "roboty budowlane specjalistyczne", podczas gdy przeciwny wpływ miało jego obniżenie w kategorii "wznoszenie budynków". Przewidujemy, że w najbliższych kwartałach trend wzrostowy dla produkcji budowlano-montażowej utrzyma się, do czego przyczyni się oczekiwana przez nas rosnąca absorpcja środków unijnych, znaczące zwiększenie publicznych nakładów na infrastrukturę oraz ożywienie w budownictwie mieszkaniowym. Warto zauważyć, że w czerwcu odnotowano wysoką na tle innych kategorii dynamikę produkcji przemysłowej w branżach: "metale", "wyroby z metali", "wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych" oraz "wyroby z gumy i tworzyw sztucznych". W naszej ocenie jest to efekt pozytywnego wpływu

ożywienia w budownictwie na branżę wytwarzające towary stanowiące wsad do produkcji budowlano-montażowej. W całym II kw. średnia dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 4,3% wobec 7,1% w I kw., podczas gdy dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła do 8,4% wobec 5,6%. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy dynamiki PKB w II kw. 2017 r. (spadek do 3,9% r/r wobec 4,0% r/r w I kw.).

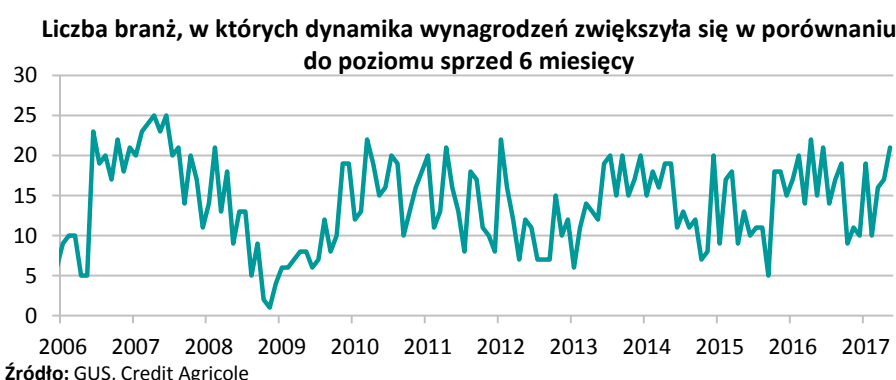
❗ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce spadła w czerwcu do 6,0% r/r wobec 8,4% w maju.** Realna dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się w czerwcu do 5,8% r/r wobec 7,4% w maju. W kierunku obniżenia tempa wzrostu sprzedaży w czerwcu oddziaływała wspomniana wyżej niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Negatywne dla dynamiki sprzedaży detalicznej były także efekty wysokiej bazy sprzed roku związane z programem 500+ (czerwiec ub. r. był pierwszym miesiącem, w którym zaobserwowano pozytywny wpływ programu 500+ na sprzedaż detaliczną) oraz Euro 2016. Znalazły one odzwierciedlenie przede wszystkim w obniżeniu dynamiki sprzedaży w kategoriach "tekstylii, odzież, obuwie" oraz "meble, RTV, AGD". W całym II kw. sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się o 6,6% wobec wzrostu o 7,1% w I kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w II kw. obniżyło się do 4,2% r/r wobec 4,7% r/r w I kw. br.

❗ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w lipcu do 17,5 pkt. wobec 18,6 pkt. w czerwcu.** Zgodnie z komunikatem nieznaczny spadek indeksu nastąpił mimo utrzymujących się optymistycznych oczekiwań dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB w II kw. nie zmieni się w porównaniu do I kw. i wyniesie 0,6%.

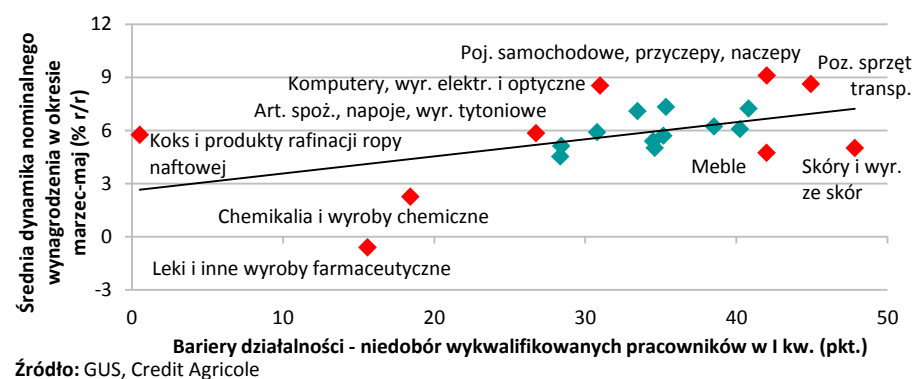
❗ **W ubiegłym tygodniu Ministerstwo Finansów opublikowało dane nt. szacunkowego wykonania budżetu państwa w okresie styczeń - czerwiec 2017 r.** Na szczególną uwagę zasługuje nadwyżka budżetowa w wysokości 5,9 mld zł. Jest to efekt uwzględnienia wyższych od oczekiwań rządu wpływów do budżetu z tytułu zysku NBP za 2016 r. w wysokości 8,7 mld zł (95% z zysku równego 9,2 mld zł). W budżecie na 2017 r. zapisano bowiem wpłatę z NBP w wysokości 627 mln zł. W kierunku niższego deficytu budżetowego oddziaływały również wyższe dochody podatkowe, przede wszystkim z tytułu podatku VAT (zwiększyły się one o 28,1% r/r). Jednocześnie wykonanie wydatków w I poł. br. kształtuje się na poziomie 3,8% niższym od założonego harmonogramu. Wynika to m.in. z niższej niż przed rokiem realizacji wydatków w kategoriach: dotacje dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, rozliczenia z budżetem ogólnym UE z tyt. środków własnych, obsługa długu Skarbu Państwa. W okresie styczeń-maj (dane za czerwiec nie są jeszcze dostępne) wydatki majątkowe, czyli głównie inwestycje były również niższe (o 3,5%) niż w 2016 r. Uważamy, że w kolejnych miesiącach tempo wykonania wydatków budżetowych przyspieszy (przede wszystkim realizacja inwestycji publicznych), a tym samym w budżecie ponownie odnotowany zostanie deficyt. Uważamy, że rząd najprawdopodobniej podejmie działania polegające na przesunięciu części deficytu z 2018 r. na 2017 r. poprzez wcześniejsze zwroty podatku VAT. W rezultacie szacujemy, że na koniec roku deficyt budżetowy wyniesie ok. 23 mld zł wobec 59,3 mld założonych w budżecie. Uwzględniając prognozowany przez nas deficyt w budżecie jednostek samorządu terytorialnego w wysokości 0,7% PKB, szacujemy, że saldo budżetu sektora GG wyniesie ok. 2,0% PKB. Niższy deficyt od tego założonego w Wieloletnim Planie Finansowym (2,9% PKB) będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego i zmniejszenia spreadów pomiędzy rentownościami polskich i niemieckich obligacji. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy spadku kursu EURPLN do 4,16 na koniec br.

## Eksplozja płac w Polsce mało prawdopodobna

Zgodnie z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu danymi GUS, nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób zwiększyła się w czerwcu do 6,0% r/r wobec 5,4% w maju, osiągając tym samym najwyższy poziom od stycznia 2012 r. Jest to już drugi miesiąc wyraźnego przyspieszenia tempa wzrostu płac. Bez znajomości struktury wzrostu wynagrodzeń (dane te zostaną opublikowane pod koniec miesiąca w Biuletynie Statystycznym) trudno jednoznacznie stwierdzić, czy wynikał on z oddziaływania czynników jednorazowych, czy jest on raczej sygnałem trwałych tendencji (por. MAKROpuls z 18.07.2017). Poniżej przedstawiamy trendy obserwowane na rynku pracy w ostatnich miesiącach i staramy odpowiedzieć się na pytanie, jakie jest prawdopodobieństwo silnego wzrostu płac w kolejnych kwartałach.

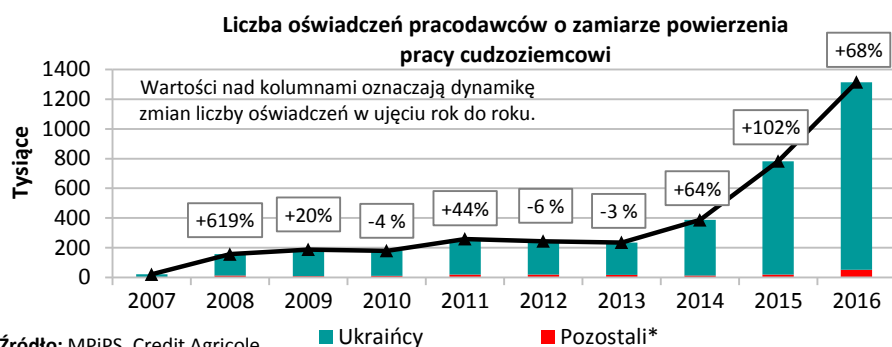


Struktura danych o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw za kilka ostatnich miesięcy wskazuje, że obserwowane przyspieszenie wzrostu płac ma coraz szerszy zakres. W maju w 21 z 28 analizowanych przez nas branż przetwórstwa i usług nominalna roczna dynamika wynagrodzeń była wyższa niż sześć miesięcy wcześniej. To ponad dwukrotnie wyższy odsetek niż w grudniu 2016 r., kiedy odnotowano przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń tylko w 10 kategoriach. Należy jednak zwrócić uwagę, że przedstawiony na wykresie wskaźnik nie osiąga obecnie rekordowych na tle historycznym wartości. Podczas boomu na rynku pracy w 2007 r. zwiększenie dynamiki w porównaniu do poziomów sprzed pół roku obserwowano jednocześnie nawet w przypadku 25 branż.



Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku szybszego tempa wzrostu wynagrodzeń są rosnące trudności firm w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników. Zgodnie z wynikami badań koniunktury GUS, w II kw. odsetek przedsiębiorstw przetwórstwa raportujących ww. trudności był najwyższy w historii badań. Wyniki badań koniunktury GUS pozwalają

również na wyjaśnienie zróżnicowania dynamiki wynagrodzeń pomiędzy branżami. Na wykresie zestawiono indeks GUS dotyczący bariery działalności przedsiębiorstwa związanej z niedoborem wykwalifikowanych pracowników w I kw. i średnią dynamikę nominalnego wynagrodzenia w różnych branżach przetwórstwa okresie marzec-maj. Obie wielkości charakteryzuje umiarkowana dodatnia korelacja (49%) i jest ona wyższa niż w przypadku nieopóźnionych zależności. Oznacza to, że wskaźnik ten ma własności wyprzedzające. Największe wartości wskaźnika koniunktury GUS w II kw. osiągnęły branże zajmujące się produkcją „skór i wyrobów ze skór”, „wyrobów metalowych”, „maszyn i urządzeń”, „mebli” oraz „pozostałego sprzętu transportowego”. Oznacza to, że kierując się tylko wynikami badań koniunktury GUS można oczekiwać, że te kategorie przetwórstwa osiągną wysokie na tle innych branż tempo wzrostu płac w III kw.



Źródło: MPiPS, Credit Agricole

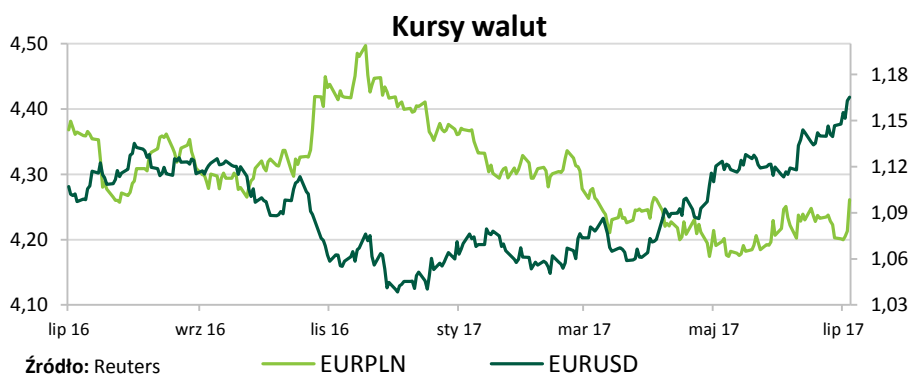
\*Białorusini, Rosjanie, Mołdawianie, Gruzini, Ormanie

Znacząca poprawa sytuacji na rynku pracy obrazowana w ostatnich kwartałach spadkiem stopy bezrobocia wg BAEL (do 5,0% w I kw.) oraz jednoczesne przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń nie jest wyizolowanym przypadkiem Polski. Silny spadek stopy bezrobocia widoczny jest również w krajach regionu – w Czechach (do 3,3%), Rumunii (5,4%) i na Węgrzech (4,3%). W Rumunii i na Węgrzech dynamika wynagrodzeń kształtuje się obecnie na dwucyfrowym poziomie. Uważamy, że silny napływ Ukraińców do naszego kraju jest głównym czynnikiem tłumaczącym relatywnie niskie na tle regionu tempo wzrostu nominalnych płac w Polsce. Liczba zezwoleń na pracę w Polsce wydanych cudzoziemcom do końca 2016 r. br. wzrosła o ok. 94 % względem roku ubiegłego, a liczba zarejestrowanych oświadczeń o zamiarze powierzenia pracy cudzoziemcowi o ok. 68%. Cudzoziemcy to w dużym stopniu osoby o niższych kwalifikacjach, a przez to o niższej wydajności pracy i otrzymywanym wynagrodzeniu. Najbardziej popularnym zawodem, dla którego rejestrowano oświadczenia w 2016 r. był robotnik wykonujący proste prace polowe. Dużą liczbę oświadczeń odnotowano również w przypadku robotników wykonujących prace proste w ogrodnictwie i sadownictwie, budownictwie ogólnym oraz w przemyśle. Pracodawcy rejestrujący oświadczenia w 2016 r. tylko w 20% przypadków deklarowali zamiar powierzenia pracy na podstawie umowy o pracę (odsetek ten zwiększył się o 4,8 pkt. proc. w porównaniu do 2015 r.). Oznacza to, że imigranci są w ograniczonym stopniu uwzględniani w statystykach zatrudnienia i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (obejmują one bowiem tylko osoby zatrudnione na umowę o pracę). Obecność Ukraińców na rynku pracy jest jednak czynnikiem, który oddziałuje w kierunku wolniejszego wzrostu wynagrodzeń innych pracowników. Warto również zwrócić uwagę, iż stopniowo następuje dekoncentracja zatrudniania cudzoziemców w Polsce. Największy popyt na pracę imigrantów nadal występuje w województwie mazowieckim (ok. 38% wydanych zezwoleń i ok. 28% zarejestrowanych oświadczeń w 2016 r.), znaczenie tego regionu jednak stopniowo maleje na tle reszty Polski. Coraz większe zróżnicowanie geograficzne zatrudnienia imigrantów jest czynnikiem wzmacniającym ich negatywne oddziaływanie na dynamikę wzrostu płac.

Wsparcie dla naszej oceny stanowią wspierają opublikowane w ubiegłym tygodniu wyniki kwartalnego badania koniunktury NBP (tzw. Szybki Monitoring). Według raportu w II kw. zmniejszył się odsetek przedsiębiorstw, które odnotowały nasilenie się nacisków na wzrost wynagrodzeń (15%). Kształtuje się on na nieznacznie niższym poziomie niż pół roku temu i wyraźnie niżej niż w 2008 r. Zgodnie z opracowaniem NBP wśród czynników ograniczających rosnącą presję płacową oprócz napływu imigrantów można również wymienić dodatkowe dochody związane z wypłatą środków w ramach programu Rodzina 500+. Raport NBP wskazuje również, że naciski na wzrost płac mają kluczowe znaczenie dla zmian wynagrodzeń. W grupie firm, w których takie naciski nie są obserwowane częstość podwyżek płac jest niska i niewiele się zmienia w ostatnich latach.

Zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, w którym w kolejnych miesiącach roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw ukształtuje się poniżej 6%, jednak pozostanie ona w łagodnym trendzie wzrostowym. Powyższa ocena jest spójna z naszą prognozą umiarkowanego wzrostu dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej do 4,5% w br. wobec 3,8% w 2016 r.

## Wyniki badań koniunktury w strefie euro pozytywne dla złotego



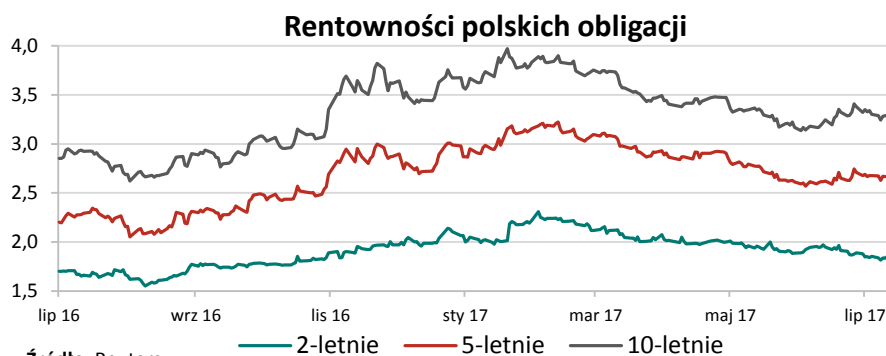
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2611 (osłabienie złotego o 1,4%). W poniedziałek i we wtorek kurs złotego był relatywnie stabilny i oscylował wokół poziomu 4,20 za euro. Od środy do końca tygodnia polska waluta traciła na wartości wraz z narastaniem ryzyka politycznego w Polsce, z uwagi na silny sprzeciw opozycji wobec wprowadzanych przez rząd zmian w funkcjonowaniu wymiaru

sprawiedliwości. Wsparcie dla takiej oceny stanowi deprecjacja złotego względem forinta. W czwartek kurs złotego charakteryzował się dodatkowo podwyższoną zmiennością z uwagi na posiedzenie EBC.

Dzisiejsza publikacja wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach będzie sprzyjać umocnieniu złotego. W środę oczekujemy podwyższonej zmienności jego kursu z uwagi na posiedzenie FOMC. Naszym zdaniem sumaryczny wpływ licznych danych z USA (wstępny szacunek PKB, indeks Conference Board, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz zamówienia na dobra trwałego użytku) na kurs polskiej waluty nie będzie znaczący.

## Posiedzenie FOMC kluczowe dla rentowności polskich obligacji



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,852, obligacji 5-letnich obniżyły do poziomu 2,669 (spadek o 1pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 3,286 (spadek o 2pb).

W ubiegłym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla

cen polskiego długu było czwartkowe posiedzenie EBC. W efekcie, w czwartek podczas konferencji prasowej po posiedzeniu obserwowana była podwyższona zmienność rentowności polskich obligacji w ślad za obligacjami niemieckimi. Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku rentowności polskich obligacji pozostaje niska podaż obligacji ze strony Ministerstwa Finansów.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FED. Oczekujemy, że będzie ono oddziaływało w kierunku podwyższonej zmienności cen polskich obligacji. Liczne publikacje danych z USA (wstępny szacunek PKB, indeks Conference Board, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz zamówienia na dobra trwałego użytku) będą naszym zdaniem neutralne dla rentowności polskich obligacji. Pozytywne dla cen polskiego długu mogą być natomiast dzisiejsze wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 16	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
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*	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,21
Kurs USDPLN*	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,66
Kurs CHFPLN*	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,83
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1	4,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,5	1,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	
Saldo ROB (mln EUR)	-723	-503	-729	-858	172	99	-219	2342	-599	-529	-160	-179		
Eksport (r/r, % EUR)	6,0	-5,3	9,3	3,1	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	14,5		
Import (r/r, % EUR)	0,8	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	19,1		

\* 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	4,2	3,2	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,8	3,8	3,2	
Inwestycje (% r/r)	-0,4	3,9	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	2,5	1,9	1,5	2,1	2,0	1,8	1,6	2,3	2,2	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,6	1,1	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	-1,6	1,0	1,0
	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	-0,1	-0,1	-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	4,4	4,9	4,6	4,9	5,2	5,4	5,5	3,8	4,5	5,2	
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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 24.07.2017r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	59,6	58,8	59,2
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Lipiec	55,4	54,8	55,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	57,4	56,9	57,2
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Lipiec	56,3	55,7	56,2
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	52,0		52,1
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Czerwiec	5,62	5,68	5,58
<b>Wtorek 25.07.2017r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Lipiec	115,1	115,1	114,9
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Maj	0,3		0,3
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Lipiec	7,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	118,9	115,0	116,6
<b>Środa 26.07.2017r.</b>						
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Czerwiec	610	625	615
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Lipiec	1,25	1,25	1,25
<b>Czwartek 27.07.2017r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	5,0		5,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Czerwiec	-0,8	5,0	3,0
<b>Piątek 28.07.2017r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Lipiec	1,10		1,12
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	1,5		1,4
15:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	II kw.	1,4	2,4	2,6
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	93,1	93,4	93,0

\* 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