

W tym tygodniu

- **We wtorek i środę prezes FED J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** J. Powell zaprezentuje ocenę Rezerwy Federalnej dotyczącą bieżącej sytuacji gospodarczej w USA i na świecie, a także perspektywy polityki monetarnej FED. Szczególnie interesujące w wystąpieniu J. Powell będą jego odpowiedzi na pytania dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego i polityki pieniężnej w kontekście nasilających się tendencji protekcyjnych w handlu światowym. Jego wypowiedzi mogą przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy liczne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Rynek oczekuje, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w czerwcu o 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,8% w maju, a dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w czerwcu do 0,5% m/m wobec -0,1% w maju. Zgodnie z oczekiwaniami inwestorów ożywienie na amerykańskim rynku nieruchomości będzie kontynuowane, co potwierdzą dane dotyczące liczby rozpoczętych budów (1320 tys. w czerwcu wobec 1350 tys. w maju) oraz nowych pozwoleń na budowę (1339 tys. wobec 1301 tys.). Na nieznaczną poprawę koniunktury w przetwórstwie na północnym-wschodzie USA wskaże indeks Philadelphia FED, który w ocenie rynku zwiększył się w lipcu do 22,0 pkt. wobec 19,9 pkt. w czerwcu. Z kolei indeks NY Empire State najprawdopodobniej wskaże na pogorszenie nastrojów w przetwórstwie w lipcu (spadek do 22,0 pkt. wobec 25,0 pkt. w czerwcu). Naszym zdaniem publikacje danych z USA pozostaną w cieniu wystąpień J. Powella, a ich sumaryczny wpływ na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **Dzisiaj opublikowane zostały ważne dane z Chin.** Tempo wzrostu gospodarczego w II kw. obniżyło się do 6,7% r/r wobec 6,8% w I kw. (1,8% kw/kw wobec 1,4% w I kw.). W kierunku zmniejszenia rocznej dynamiki PKB oddziaływał niższy wkład eksportu netto. Przeciwny efekt miały wyższe wkłady konsumpcji oraz inwestycji. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje rosnące znaczenie konsumpcji we wzroście gospodarczym, przy malejącym wkładzie eksportu netto. Sugeruje to coraz większą odporność chińskiej gospodarki na zewnętrzne szoki popytowe, w tym na nasilający się protekcyjizm w światowym handlu. Pozostałe dane miesięczne wskazały na ogół na nieznaczne obniżenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w czerwcu. Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,0% r/r w czerwcu wobec 6,8% w maju, inwestycje w aglomeracjach miejskich wzrosły o 6,0% r/r wobec 6,1% w maju, podczas gdy sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 9,0% r/r wobec 8,5%. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w 2018 r. do 6,6% wobec 6,9% w 2017 r. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest ewentualna dalsza eskalacja działań protekcyjnych w światowym handlu.
- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w maju.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 185 mln EUR wobec 21 mln EUR w kwietniu, co będzie wynikało głównie ze zmniejszenia salda bilansu handlowego. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się w maju do 2,4% r/r wobec 8,6% w kwietniu, a dynamika importu spadła do 0,9% r/r wobec 9,9%. Wolniejszy wzrost obu wskaźników był efektem oddziaływania niekorzystnych efektów kalendarzowych. Publikacja danych nie będzie miała w naszej ocenie istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowane zostaną czerwcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia obniżyła się w czerwcu do 3,6% r/r z 3,7% w maju. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 7,0%. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **W środę poznamy dane o czerwcowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, iż wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 7,0% r/r wobec 5,3% w maju. W kierunku

zwiększenia dynamiki produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (6,1%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

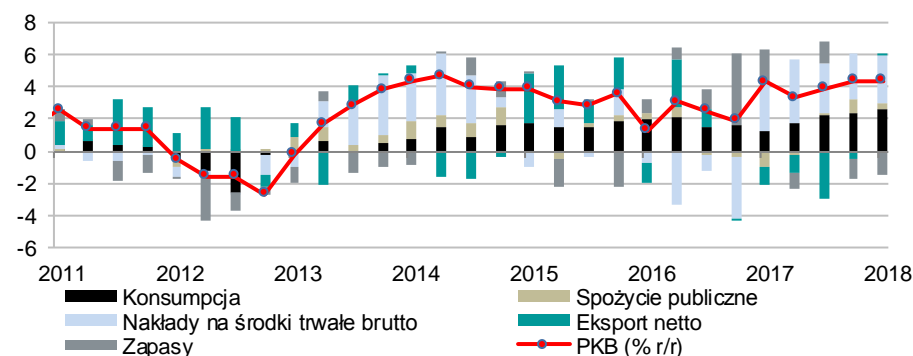
- **W piątek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła w czerwcu do 8,2% r/r wobec 7,6% w maju.** W kierunku jej zwiększenia oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe oraz obserwowana w badaniach ankietowych GUS poprawa koniunktury w handlu detalicznym. Uważamy, że publikacja danych będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła w ubiegłym tygodniu stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną (por. MAKROpuls z 11.07.2018). RPP stwierdziła również, że bieżące informacje oraz wyniki projekcji wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznej obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach, a zgodnie z wynikami projekcji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. Przewidywana w lipcowej projekcji NBP ścieżka inflacji w 2018 r. została - w porównaniu z projekcją marcową – wyraźnie zrewidowana w dół. Zgodnie z projekcją inflacja osiągnie cel inflacyjny RPP (2,5%) w 2019 r. W 2020 r. cel ten zostanie nieznacznie przekroczony, jednak inflacja utrzyma się w przedziale dopuszczalnych odchyień od celu (1,5% - 3,5%). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami przewidywana w lipcowej projekcji ścieżka wzrostu PKB w 2018 r. została zrewidowana w górę i nie uległa znaczącym zmianom w kolejnych latach. W ocenie prezesa NBP A. Glapińskiego wyniki lipcowej projekcji inflacji pokazują "wyśmienitą sytuację gospodarczą do końca 2020 r." i zwiększają prawdopodobieństwo stabilizacji stóp procentowych w 2019 r. Jak stwierdził, wyniki projekcji wzmacniają jego przekonanie, że do końca 2020 r. nie będzie zmian stóp procentowych. Zwrócił on uwagę, że ewentualne podwyżki stóp w strefie euro w 2019 r. będą dla RPP istotnym sygnałem branym pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych. Wypowiedzi A. Glapińskiego na konferencji po posiedzeniu są zgodne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się do końca 2019 r. (pierwsza podwyżka stóp o 25 pb w marcu 2020 r.).
- **Zgodnie z finalnymi danymi GUS inflacja CPI zwiększyła się w czerwcu do 2,0% r/r wobec 1,7% w maju, kształtując się powyżej wstępnego szacunku GUS (1,9%) i zgodnie z naszą prognozą równą konsensusowi rynkowemu (por. MAKROpuls z 13.07.2018).** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji była wyższa dynamika cen paliw, która zwiększyła się w czerwcu do 15,2% r/r wobec 9,2% w maju. W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływał również wzrost inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła 0,6% r/r wobec 0,5% w maju. Zwiększenie inflacji bazowej było przede wszystkim skutkiem wzrostu dynamiki cen w kategorii "transport" (z wyłączeniem paliw), do czego przyczyniło się przyspieszenie wzrostu cen usług transportowych związane z wyższymi cenami paliw. W kierunku zmniejszenia rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał spadek dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, która wyniosła w czerwcu 2,7% r/r wobec 3,0% w maju (najniżej od grudnia 2016 r.). Utrzymująca się niska inflacja bazowa świadczy o braku presji inflacyjnej w gospodarce. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego łagodnego wzrostu inflacji bazowej, która osiągnie 0,9% r/r w IV kw. Wzrost ten będzie związany z rosnącą presją kosztową i popytową wraz z prognozowanym przez nas umiarkowanie szybkim wzrostem nominalnych wynagrodzeń. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w 2018 r. inflacja wyniesie średniorocznie 1,6% wobec 2,0% w 2017 r.

- ▄ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Inflacja CPI zwiększyła się do 2,9% r/r w czerwcu wobec 2,8% w maju., co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W kierunku wzrostu inflacji ogółem oddziaływała wyższa dynamika cen żywności i paliw oraz wyższa inflacja bazowa (2,3% r/r w czerwcu wobec 2,2% w maju). Nieznaczne pogorszenie nastrojów konsumenckich zasygnalizował wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w lipcu do 97,1 pkt. wobec 98,2 pkt. w czerwcu. Na jego spadek złożyła się niższa składowa dla oceny bieżącej sytuacji i wzrost składowej dla oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki są spójne z naszym scenariuszem jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych w USA przed końcem br. (po 25 pb we wrześniu i grudniu).
- ▄ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w lipcu do -24,7 pkt. wobec -16,1 pkt. w czerwcu, co było poniżej oczekiwań rynku (-18,2 pkt.)** Jest to jednocześnie jego najniższy poziom od sierpnia 2012 r. Zgodnie z komunikatem, pogorszenie nastrojów wynikało z podwyższonego ryzyka eskalacji działań protekcyjnych podejmowanych przez USA i ich potencjalnie negatywnego wpływu na tempo globalnego wzrostu gospodarczego. Kontynuacja pogorszenia nastrojów w niemieckiej gospodarce stanowi ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB w III kw. br. wzrośnie do 0,5% wobec 0,4% w II kw.
- ▄ **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w czerwcu do 41,6 mld USD wobec 24,9 mld USD w maju, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (27,5 mld USD).** W kierunku wzrostu dynamiki eksportu oddziaływała przyspieszona realizacja zamówień przed planowanym terminem wprowadzenia ceł przez USA. Jednakże ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy, dynamika eksportu odnotowała w czerwcu spadek do 11,3% r/r wobec 12,6% w maju. Jednocześnie dynamika importu zmniejszyła się do 14,1% z 26,0%. W naszej ocenie wojna handlowa w obecnym kształcie (ogłoszone przez USA cła na produkty chińskie o wartości 50 mld USD) będzie miała ograniczony wpływ na dynamikę chińskiego PKB – szacujemy, że ich bezpośredni wpływ (bez uwzględnienia efektów mnożnikowych i wpływu gorszych globalnych nastrojów na inwestycje oraz import) nie przekroczy 0,1 pp. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w 2018 r. do 6,6% wobec 6,9% w 2017 r. Głównym czynnikiem ryzyka w dół dla naszego scenariusza jest ewentualna dalsza eskalacja protekcyjizmu w światowym handlu.

Polityka pieniężna na Węgrzech pozytywna dla kursu PLNHUF

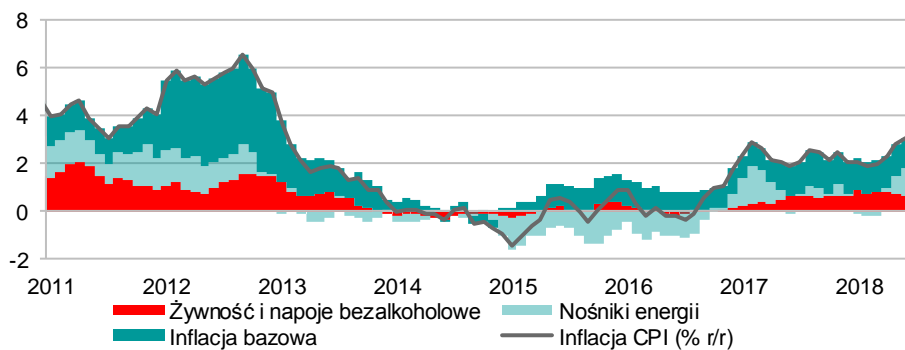


Źródło: Datastream, Credit Agricole

Tempo wzrostu PKB na Węgrzech nie zmieniło się w I kw. br. w porównaniu do IV kw. 2017 r. i wyniosło 4,4% r/r. Uważamy, że ożywienie na Węgrzech będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach, choć tempo wzrostu wykaże lekką tendencję spadkową z uwagi na efekty bazy. Oczekujemy, że inwestycje publiczne w 2018 r. będą rosnąć w szybkim,

dwucyfrowym tempie dzięki absorpcji funduszy unijnych, ale ich dynamika będzie niższa niż w 2017 r. Z drugiej strony, inwestycje prywatne będą wspierane przez łagodną politykę pieniężną Narodowego Banku Węgier (dalej MNB). Konsumpcja prywatna związana z poprawą sytuacji na rynku pracy nie będzie już czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy, ponieważ jej dynamika będzie w coraz

większym stopniu ograniczana przez efekty wysokiej bazy i podwyższoną inflacją. Ponadto oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro (2,0% r/r w 2019 r. wobec 2,2% w 2018 r.) będzie sprzyjało wolniejszemu wzrostowi eksportu. Jednocześnie, przyspieszenie inwestycji spowoduje wzrost dynamiki importu, co, poprzez zmniejszenie wkładu eksportu netto, ograniczy wzrost gospodarczy. Biorąc pod uwagę powyższe tendencje, prognozujemy, że tempo wzrostu PKB wyniesie 3,5% r/r w 2018 r. i 3,0% w 2019 r.

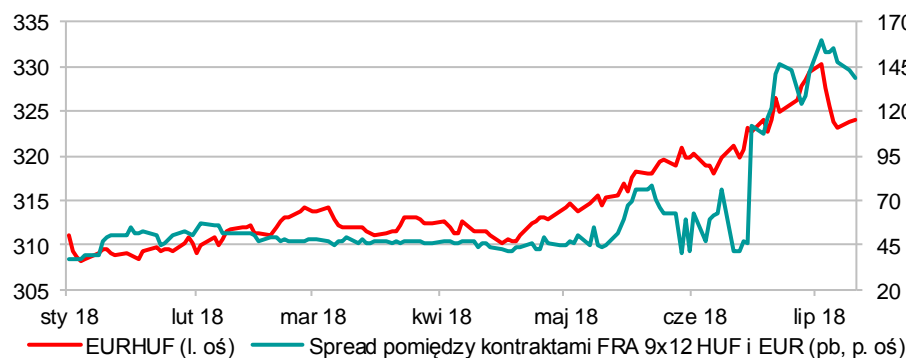


Źródło: Datastream, Credit Agricole

składek na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców. Niska inflacja w strefie euro będzie ograniczać tempo wzrostu cen na Węgrzech. Wyższe ceny ropy przyczynią się tylko do przejściowego wzrostu inflacji i ze względu na efekty wysokiej bazy będą oddziaływać w kierunku jej spadku w 2019 r. Uwzględniając powyższe czynniki, uważamy, że inflacja ogółem wyniesie 2,8% r/r w 2018 r. i obniży się do 2,6% w 2019 r.

Rosnące obecnie ryzyko wojen handlowych, zwłaszcza ryzyko nałożenia ceł w wysokości 25% na eksport samochodów do USA, jest szczególnie istotne w przypadku Węgier – małej gospodarki otwartej. Wpływ nałożenia powyższych ceł można podzielić na bezpośredni (niższy eksport samochodów osobowych z Węgier do USA) i pośredni (poprzez globalne łańcuchy dostaw i pogorszenie globalnych nastrojów). Szacujemy, że łączny wpływ tych dwóch czynników na tempo wzrostu gospodarczego Węgier będzie ograniczony i wyniesie ok. 0,2-0,3 pkt. proc. Nasze oczekiwania są spójne z wynikami analiz Ministerstwa Finansów. Niemniej jednak ostatnie wypowiedzi D. Trumpa wskazują na zwiększone prawdopodobieństwo nasilenia tendencji protekcyjnych w handlu światowym w nadchodzących kwartałach i rosnące ryzyko spowolnienia globalnego wzrostu PKB. Wprowadzenie dalszych ceł przez USA na eksport z Chin i krajów UE oraz odwet ze strony tych państw (tzw. wojna handlowa) przyczyniłoby się do spowolnienia wzrostu PKB głównych partnerów handlowych Węgier, wyższego krótkoterminowego kształtowania się kursu EUR/HUF i utrzymywania łagodnej polityki pieniężnej MNB przez dłuższy czas.

W czerwcu MNB utrzymał zasadniczo niezmienione parametry polityki pieniężnej. Jednak komunikat opublikowany po posiedzeniu MNB był mniej gołębi niż w maju. Po pierwsze, z komunikatu po posiedzeniu usunięte zostało sformułowanie „dłuższy okres”, dotyczące horyzontu, w którym należy utrzymywać łagodną politykę pieniężną. Po drugie, w dodatkowym oświadczeniu rozesłanym przez MNB wskazano, że obecna polityka pieniężna „nie będzie obowiązywać do końca 5- do 8-kwartalnego horyzontu polityki pieniężnej”. Po trzecie, z komunikatu usunięte zostało odniesienie do różnicy pomiędzy rentownościami krajowych i zagranicznych obligacji, jako miernika skuteczności niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. MNB stwierdził również, że „okres dużej płynności i utrzymujących się niskich stóp procentowych” zbliża się do końca.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

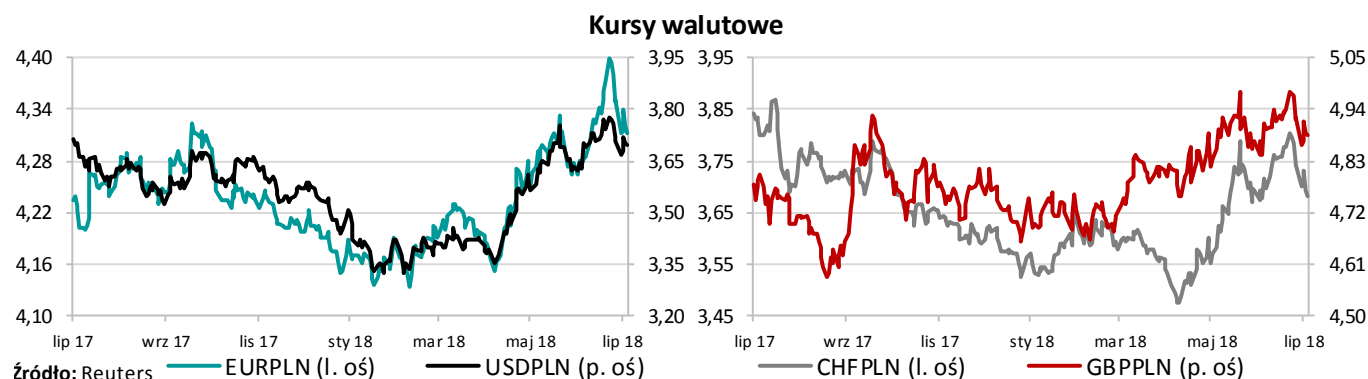
Rynki zinterpretowały ten komunikat jako sygnał zbliżającego się zacieśnienia polityki pieniężnej przez MNB. Stawka BUBOR 3M znajdowała się w ostatnich tygodniach w trendzie wzrostowym i osiągnęła 30 pb w ubiegłym tygodniu. Ponadto, rynek FRA obecnie wycenia podwyżki stóp procentowych na Węgrzech o łącznej skali ponad 100 pb w ciągu

najbliższych 9 miesięcy. Dostrzegamy kilka powodów dla takich oczekiwań rynku. Po pierwsze, rynek węgierski znalazł się pod wpływem globalnej wyprzedaży aktywów na rynkach wschodzących związanej z obawami dotyczącymi wojny handlowej i wzrostem premii za ryzyko. Po drugie, wzrost premii za ryzyko został spotęgowany przez rosnące obawy inwestorów rynkowych o utratę wiarygodności MNB i spóźnione zaostrenie polityki monetarnej. Obawy te nasiliły się wraz z wyższymi cenami ropy naftowej, wzrostem inflacji bazowej i osłabieniem forinta. Taką interpretację wspiera obserwowane w ostatnich tygodniach osłabienie forinta względem euro pomimo rosnącego oczekiwanego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Węgrami a strefą euro (wycenianego przez kontrakty FRA, por. wykres).

Pomimo przedstawionej powyżej reakcji rynkowej, uważamy, że MNB praktycznie nie zmienił swojego dotychczasowego, łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej. Oczekujemy, że zostanie ono utrzymane jeszcze przez dłuższy czas. Wprowadzie inflacja CPI przekroczyła cel inflacyjny (3% r/r) w czerwcu br., ale w kolejnych miesiącach obniży się ze względu na niższą dynamikę cen żywności i paliw. Od września 2017 r. inflacja bazowa wykazuje tendencję spadkową i uważamy, że w kolejnych kwartałach presja inflacyjna pozostanie ograniczona.

Uważamy, że wyjście z niekonwencjonalnej polityki MNB nie zostanie przeprowadzone w sposób nagły. Chcąc zwiększyć swoją wiarygodność po ostatnich problemach z komunikacją, MNB najprawdopodobniej z wyprzedzeniem ogłosi, w jaki sposób będą wycofywane różne niekonwencjonalne instrumenty. Uważamy, że taki „plan” przyszłych zmian w polityce pieniężnej zostanie przedstawiony we wrześniu.

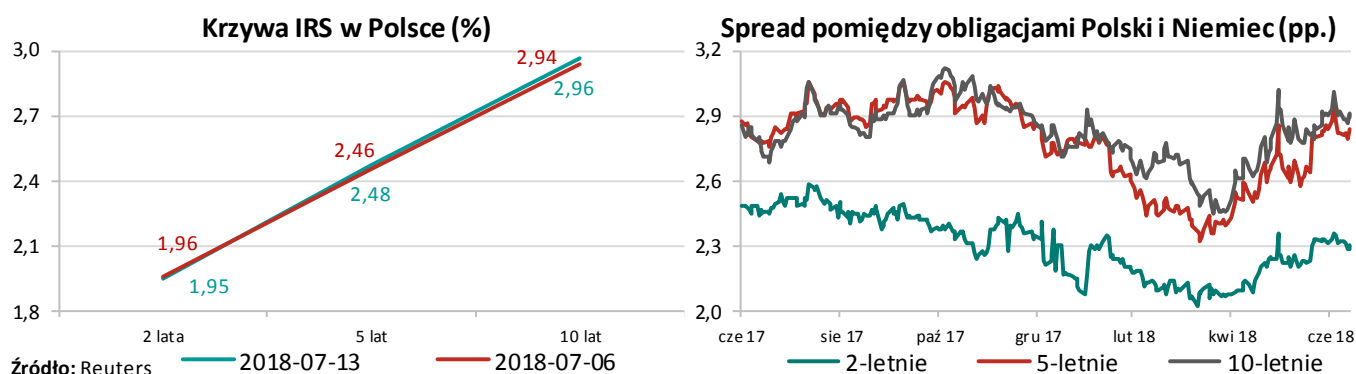
W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że MNB zacznie stopniowo wycofywać się z niekonwencjonalnych działań (IRS, swapy walutowe, program skupu listów zastawnych) w IV kw. 2018 r. Począwszy od 2019 r. MNB zacznie w większym stopniu absorbować płynność sektora bankowego, co przyczyni się do wzrostu 3-miesięcznej stawki BUBOR powyżej stopy bazowej (obecnie równej 0,90%). Oczekujemy, że stopa depozytowa i stopa bazowa zostaną podwyższone nie wcześniej niż w IV kw. 2019 r., odpowiednio do 0,00% i 1,00%. Różnica pomiędzy tymi dwoma stawkami zostanie zredukowana do 100 pb – poziomu obserwowanego przed rozpoczęciem niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Mimo to scenariusz opisany powyżej to „wygładzona” wersja przyszłych wydarzeń. W rzeczywistości dokładne decyzje MNB są trudne do przewidzenia, ponieważ bank centralny będzie dostosowywał politykę pieniężną do zmieniających się warunków makroekonomicznych i rynkowych. Powyższy scenariusz jest zgodny z naszą prognozą kursu EURHUF zakładającą jego spadek do 319 na koniec 2018 r. i 315 na koniec 2019 r. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas kształtowanie się kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) prognozujemy, że kurs PLNHUF zwiększy się do 75,24 na koniec br. i 75,90 na koniec 2019 r. Oznacza to umocnienie złotego o odpowiednio 0,4% i 1,3% względem forinta w porównaniu do obecnego poziomu.


Złoty pod wpływem zmian globalnej awersji do ryzyka


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3127 (umocnienie złotego o 0,8%). Przez cały tydzień złoty kształtował się zgodnie ze zmianami poziomu globalnej awersji do ryzyka obrazowanej indeksem VIX. W poniedziałek mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego ze względu na poprawę nastrojów na rynkach po publikacji lepszych od oczekiwań danych o bilansie handlowym Niemczech. We wtorek tendencja ta uległa odwróceniu i złoty zaczął tracić względem euro. Osłabienie polskiej waluty było związane z pogorszeniem nastrojów rynkowych ze względu na zapowiedzi wprowadzenia przez USA ceł na import z Chin o wartości 200 mld USD. Deprecjacji polskiej waluty sprzyjało również gołębie nastawienie członków Rady Polityki Pieniężnej. W czwartek i piątek, wraz ze wzrostem apetytu na ryzyko, złoty ponownie się umacniał. Ze względu na istotny wpływ światowych czynników na kształtowanie się kursu złotego w ubiegłym tygodniu, podobne tendencje jak w przypadku kursu EURPLN, mogliśmy również zaobserwować w przypadku kursów USDPLN, CHFPLN i GBPPLN.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą zaplanowane na wtorek i środę wystąpienia prezesa FED J. Powella przed Kongresem. Uważamy, że jego wypowiedzi mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Naszym zdaniem publikacje licznych danych z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, pozwolenia na budowę, liczba rozpoczętych budów, wskaźniki Philadelphia FED i NY Empire State) pozostaną w cieniu wystąpień J. Powella, a ich sumaryczny wpływ na kurs złotego będzie ograniczony. Istotna dla polskiej waluty będzie natomiast publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej, która w naszej ocenie może doprowadzić do jej aprecjacji. Pozostałe dane z kraju (bilans płatniczy, zatrudnienie i wynagrodzenia, sprzedaż detaliczna) będą naszym zdaniem neutralne dla złotego.

Ograniczona zmienność na krajowym rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 1,95 (spadek o 1pb), 5-letnie zwiększyły się do 2,4775 (wzrost o 2pb), a 10-letnie do poziomu 2,9609 (wzrost o 3pb). Przez cały tydzień mieliśmy do czynienia z ograniczoną zmiennością stawek IRS na całej długości krzywej. Wynikało to z faktu, że wzrost awersji do ryzyka oddziaływał jednocześnie w kierunku spadku rentowności długu na rynkach bazowych i wzrostu premii za inwestycje w polskie obligacje. Przeciwny kierunek oddziaływania tych dwóch czynników sprzyjał stabilizacji stawek IRS. Czwartkowa aukcja zamiany, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2018 r. i 2019 r., sprzedając obligacje o 2-, 5-, 6- i 10-letnich terminach zapadalności za 5,9 mld zł nie miała istotnego wpływ na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będą zaplanowane na wtorek i środę wystąpienia prezesa FED J. Powella przed Kongresem. Uważamy, że jego wypowiedzi mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Zagregowany wpływ licznych danych z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeksy Philadelphia FED i NY Empire State oraz dane z rynku nieruchomości) na polski rynek długu będzie naszym zdaniem ograniczony. Neutralne dla stawek IRS będą w naszej ocenie krajowe dane o bilansie płatniczym, rynku pracy oraz sprzedaży detalicznej. Z kolei materializacja naszej prognozy dotyczącej produkcji przemysłowej w Polsce będzie oddziaływała w kierunku wzrostu 2-letnich stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kw 18	maj 18	cze 18	lip 18
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*	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,38
Kurs USDPLN*	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,79
Kurs CHFPLN*	3,86	3,72	3,72	3,77	3,65	3,59	3,57	3,59	3,62	3,58	3,54	3,74	3,78	3,81
Inflacja CPI (r/r, %)	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,4	6,3	8,9	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,7	9,3	5,3	7,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	2,8	4,2	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	8,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	
Saldo ROB (mln EUR)	-902	-296	311	218	436	278	-699	2072	-972	-982	-21	-185		
Eksport (r/r, %, EUR)	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,5	-2,0	8,6	2,4		
Import (r/r, %, EUR)	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	1,6	9,9	0,9		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2018				2019				2017	2018	2019	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	5,2	4,9	4,2	3,8	3,2	3,5	3,2	3,0	4,6	4,5	3,2	
Konsumpcja (% r/r)	4,8	4,5	3,9	4,3	4,3	3,5	3,6	3,4	4,8	4,4	3,7	
Inwestycje (% r/r)	8,1	8,9	8,7	6,7	5,7	4,7	3,6	3,2	3,4	7,9	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	1,1	4,5	4,3	4,7	6,0	5,5	5,3	4,9	8,2	3,7	5,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	3,5	6,1	4,2	5,3	6,2	5,8	5,4	5,1	8,7	4,8	5,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,7	2,3	2,2	2,7	2,1	2,1	1,7	2,7	2,5	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,4	1,5	1,6	0,7	0,8	0,6	0,8	0,6	1,4	0,7
	Eksport netto (pp.)	-1,2	-0,6	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,2	0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	0,2	-0,6	-0,9	
Stopa bezrobocia (%)**	6,6	5,8	5,9	6,0	6,4	5,8	5,9	6,0	6,6	6,0	6,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,4	1,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	1,9	0,9	0,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,2	7,4	7,0	7,1	7,6	7,0	6,7	6,6	5,3	6,9	7,0	
Inflacja CPI (%)*	1,5	1,8	1,9	1,1	1,3	1,3	1,2	1,5	2,0	1,6	1,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,78	1,72	1,70	1,78	
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	
EURPLN**	4,21	4,37	4,27	4,24	4,23	4,20	4,18	4,15	4,18	4,24	4,15	
USDPLN**	3,42	3,74	3,62	3,50	3,44	3,36	3,27	3,19	3,48	3,50	3,19	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 16.07.2018r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	6,8	6,7	6,7
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	8,5	8,9	9,0
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	6,8	6,6	6,5
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	6,1	5,4	6,0
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Maj	-21	-185	-166
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Czerwiec	0,5	0,6	0,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	0,8		0,5
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	25,0		22,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Maj	0,3		0,4
Wtorek 17.07.2018r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	3,7	3,6	3,7
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	7,0	7,0	7,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	-0,1		0,5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Czerwiec	77,9		78,2
Środa 18.07.2018r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	5,4	7,0	6,1
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	2,8	4,2	3,6
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	2,0		2,0
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Czerwiec	1350		1320
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Czerwiec	1301		1339
Czwartek 19.07.2018r.						
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	19,9		22,0
Piątek 20.07.2018r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Maj	28,4		
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	7,6	8,2	7,9

* 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