W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja lipcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w lipcu do 54,5 pkt. wobec 54,9 pkt. w czerwcu. Uważamy, że do spadku wskaźnika przyczyniło się pogorszenie koniunktury we Francji, przy jej stabilizacji w Niemczech. W środę opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 101,6 pkt. w lipcu z 101,8 pkt. w czerwcu. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne w kontekście oceny perspektyw obserwowanego w ostatnich miesiącach lekkiego spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty oraz wpływu działań protekcjonistycznych D. Trumpa na nastroje eksporterów. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się poniżej konsensusu. Tym samym ich realizacja może być pozytywna dla złotego i cen polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie, a na konferencji omówione zostaną oczekiwania EBC dotyczące perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Uważamy jednak, że konferencja nie dostarczy nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC podniesie stopę depozytową łącznie o 40 pb w II poł. 2019 r. i główną stopę procentową o 25 pb w IV kw. 2019 r. Oczekujemy, że konferencja po posiedzeniu będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W piątek zostanie opublikowany wstępny szacunek PKB w II kw. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się do 4,8% wobec 2,0% w I kw. w wyniku rozluźnienia polityki fiskalnej w USA (wzrost wydatków rządowych oraz obniżki podatków oddziałujące w kierunku wzrostu inwestycji przedsiębiorstw). Zgodnie z oczekiwaniami inwestorów wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się o 2,5% m/m w czerwcu wobec spadku o 0,4% w maju. W tym tygodniu poznamy również czerwcowe dane z rynku nieruchomości – sprzedaż nowych domów (konsensus równy 670 tys. wobec 689 tys. w maju) oraz sprzedaż domów na rynku wtórnym (5,47 mln wobec 5,43 mln w maju). Zza oceanu napłyną ponadto wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Zgodnie z oczekiwaniami rynku finalny indeks Uniwersytetu Michigan (97,1 pkt. lipcu wobec 98,2 pkt. w czerwcu) potwierdzi sygnalizowane przez wstępny szacunek indeksu pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Nasza prognoza tempa wzrostu PKB w USA kształtuje się powyżej konsensusu (4,1%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla dolara oraz negatywna dla złotego i cen polskich obligacji. Uważamy, że pozostałe publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu prezes FED J. Powell przedstawił półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** W swoim wystąpieniu podtrzymał dotychczasowe stanowisko, zgodnie z którym FED będzie stopniowo podnosił stopy procentowe, a swoje decyzje podejmować będzie w oparciu o napływające dane. J. Powell zaznaczył, że czynniki ryzyka dla amerykańskiej gospodarki są zbilansowane, choć niepokojący – z punktu widzenia trwałego powrotu inflacji do celu - pozostaje utrzymujący się brak wyraźnej presji płacowej. Odpowiadając na pytania dotyczące wpływu polityki handlowej administracji D. Trumpa na amerykańską gospodarkę stwierdził, że ewentualny wzrost protekcjonizmu w

światowym handlu będzie dla niej negatywny. Wystąpienie J. Powella zostało odebrane przez rynek jako jastrzębie, co doprowadziło do umocnienia dolara względem euro. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi J. Powella nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym FED dokona w tym roku jeszcze 2 podwyżek stóp procentowych po 25 pb (we wrześniu i w grudniu).

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Miesięczna dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej zmniejszyła się w czerwcu do 0,5% wobec 1,3% w maju. Po wyłączeniu samochodów dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 0,4% wobec 1,4%. W kierunku jej obniżenia oddziaływała niższa dynamika sprzedaży w większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej, która zwiększyła się w czerwcu do 0,6% wobec -0,5% w maju. Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny efekt miało jej obniżenie w górnictwie oraz dostarczaniu mediów. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w czerwcu do 78,0% wobec 77,7% w maju. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę spadła w czerwcu do 1273 tys. wobec 1301 tys. w maju, a liczba rozpoczętych budów zmniejszyła się do 1171 tys. wobec 1337 tys. w maju. W obu przypadkach jest to najniższy poziom od września 2017 r. Z jednej strony ich wolniejszy przyrost wynika z ograniczeń podażowych związanych ze wzrostem kosztów budowy z uwagi na coraz mniejszą dostępność pracowników oraz działek budowlanych, a także wyższe ceny drewna (efekt wprowadzenia podwyższonych ceł na import drewna z Kanady). Z drugiej strony na rynku coraz bardziej widoczne są ograniczenia popytowe związane ze wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na nieznaczne pogorszenie sytuacji w przetwórstwie w stanie Nowy Jork wskazał indeks NY Empire State, który zmniejszył się w lipcu do 22,6 pkt. wobec 25,0 pkt. w czerwcu. Na poprawę koniunktury w przetwórstwie na północnym-wschodzie USA wskazał natomiast indeks Philadelphia FED, który zwiększył się w lipcu do 25,7 pkt. wobec 19,9 pkt. w czerwcu. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się z 2,0% w I kw. do 4,8% w II kw.
- **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 6,8% r/r wobec 5,4% w maju.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy majem a czerwcem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Struktura danych o czerwcowej produkcji wskazuje na kontynuację szerokiego zakresu ożywienia w działach o dużym udziale eksportu w sprzedaży. Niemniej jednak oceniamy, że z uwagi na obserwowane od początku br. spowolnienie w światowym handlu prawdopodobieństwo obniżenia tempa wzrostu produkcji w działach eksportowych w najbliższych miesiącach jest wysokie. Co więcej, pogorszenie koniunktury w światowym handlu może zostać pogłębione przez obserwowaną w ostatnich tygodniach dalszą eskalację działań protekcjonistycznych prowadzonych przez USA. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w czerwcu do 24,7% r/r wobec 20,8% w maju. W kierunku wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej oddziaływał wspomniany wyżej efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w czerwcu br. o 2,5% m/m. W strukturze produkcji budowlano-montażowej na szczególną uwagę zasługuje silne przyspieszenie wzrostu produkcji w dziale "wznoszenie budynków", przy jednoczesnym nieznacznym obniżeniu dynamiki w dziale "obiekty inżynierii lądowej i wodnej". Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2018 r. nastąpi wyraźny wzrost inwestycji przedsiębiorstw, podczas gdy szczyt dla dynamiki inwestycji publicznych w infrastrukturę miał miejsce w I kw. br. (por. MAKROpuls z 18.07.2018). W całym II kw. średnia dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 7,1% wobec 5,6% w I kw., podczas gdy dynamika produkcji budowlano-

montażowej zmniejszyła się do 21,5% wobec 25,7%, co stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w II kw. (4,9% r/r wobec 5,2% w I kw.).

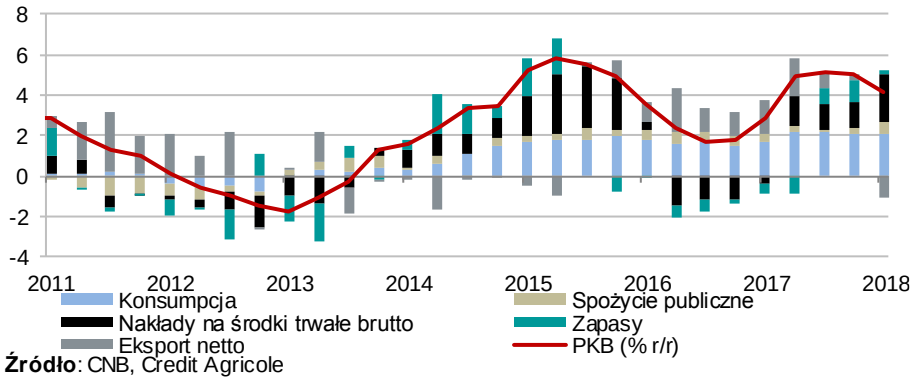
- **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 10,3% r/r wobec 7,6% r/r w maju, co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (7,9%).** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych wzrosła w czerwcu do 8,2% r/r wobec 6,1% w maju. Do zwiększenia realnego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej w największym stopniu przyczynił się wzrost dynamiki sprzedaży w kategoriach "pojazdy samochodowe, motocykle i części" oraz "meble, RTV, AGD" (por. MAKROpuls z 20.07.2018). Wykorzystywane przez nas miary sprzedaży bazowej, w tym sprzedaż detaliczna z wyłączeniem samochodów oraz mebli, RTV i AGD, wskazują na wyraźne przyspieszenie wzrostu sprzedaży w czerwcu w ujęciu rocznym. Sygnalizuje to, że ożywienie popytu konsumpcyjnego pozostaje silne. Szacujemy, że w II kw. sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła o 6,1% r/r wobec 8,1% w I kw. Jest to zgodne z naszym scenariuszem spowolnienia wzrostu spożycia prywatnego w II kw. do 4,5% r/r wobec 4,8% w I kw.
- **W maju odnotowywano w Polsce nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w wysokości 42 mln EUR wobec deficytu na poziomie 90 mln EUR w kwietniu.** Jednocześnie jest to pierwsza nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących od stycznia br. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 141 mln EUR i 120 mln EUR wyższe niż w kwietniu), podczas gdy przeciwny efekt miały niższe salda obrotów towarowych i usług (odpowiednio o 78 mln EUR i 51 mln EUR niższe niż w kwietniu). Dynamika eksportu zmniejszyła się w maju do 2,7% r/r wobec 8,9% w kwietniu, a dynamika importu spadła do 1,7% wobec 11,1%. W kierunku obniżenia dynamik eksportu oraz importu oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. 3-miesięczna średnia ruchoma zarówno dla dynamiki importu jak i eksportu obniżyła się w maju do najniższego poziomu od listopada 2016 r. Wskazuje to, że obserwowane od początku br. pogorszenie koniunktury w Niemczech coraz silniej ogranicza aktywność w polskim handlu zagranicznym. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zwiększy się w II kw. do 0,1% wobec -0,2% w I kw.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w czerwcu do 7,5% r/r z 7,0% w maju.** W kierunku wzrostu dynamiki płac w czerwcu br. oddziaływały podwyżki w Jastrzębskiej Spółce Węglowej. Wsparciem dla dynamiki wynagrodzeń były również czynniki statystyczne związane z korzystną różnicą w liczbie dni roboczych, podbijające dynamikę płac pracowników zatrudnionych na akord. Roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 3,7%. Naszym zdaniem czynnikiem wspierającym wzrost zatrudnienia jest stopniowe przyspieszenie realnego wzrostu płac, sprzyjające powrotowi na rynek pracy osób dotychczas nieaktywnych zawodowo, a także rosnące rejestrowane zatrudnienie imigrantów z Ukrainy (por. MAKROpuls z 17.07.2018). Nie zmienia to jednak naszego scenariusza stopniowego wyhamowania wzrostu zatrudnienia w najbliższych kwartałach.
- **W ubiegłym tygodniu pojawiły się jastrzębie wypowiedzi członków RPP.** E. Gatnar stwierdził, że istnieje w Polsce przestrzeń dla dwóch podwyżek stóp procentowych po 25pb, a pierwsza podwyżka mogłaby nastąpić na początku 2019 r. Jako argumenty za podwyżkami stóp procentowych w Polsce wskazał oczekiwany przez niego wzrost presji płacowej wraz z początkiem cyklu wyborczego, a także normalizację polityki monetarnej EBC. Z kolei K. Zubelewicz stwierdził, że lipcowa projekcja NBP dostarcza silnych argumentów za rozpoczęciem podwyżek stóp procentowych. Uważa on bowiem, że utrzymywanie stóp procentowych na stabilnym poziomie sprawia, że ryzyko, iż inflacja trwale przekroczy cel inflacyjny po 2020 r., rośnie. W naszej ocenie powyższe wypowiedzi członków RPP nie odzwierciedlają stanowiska większości Rady. Co więcej, prezes NBP A. Glapiński nadal podtrzymuje swoje stanowisko, zgodnie z którym do końca 2020 r. nie będzie zmian stóp procentowych (por. MAKROpuls z

11.07.2018). Tym samym wypowiedzi E. Gatnara i K. Zubelewicza nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP pozostaną na obecnym poziomie do końca 2019 r. (pierwsza podwyżka stóp o 25 pb w marcu 2020 r.).

- **Tempo wzrostu gospodarczego w Chinach 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 protekcjonizm w światowym handlu. Pozostałe dane miesięczne wskazały na ogół na nieznaczne obniżenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach 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 protekcjonistycznych w światowym handlu.
- **W zeszłym tygodniu prezydent USA D. Trump po raz kolejny zaostrzył swoje stanowisko dotyczące polityki handlowej względem Chin.** D. Trump zagroził, że jest gotów wprowadzić podwyższone cła na import towarów z Chin o wartości 500 mld USD. Oznaczałoby to objęcie podwyższonymi cłami całego chińskiego eksportu do USA. Zaostrzająca się retoryka D. Trumpa względem Chin wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo dalszej eskalacji działań protekcjonistycznych w światowym handlu, co jest negatywne dla globalnych nastrojów i kursu złotego. Warto również zwrócić uwagę, że z komunikatu po weekendowym szczycie G20 usunięty został fragment mówiący, że jego sygnatariusze nie będą uciekać się do osłabiania swoich walut w celu poprawy konkurencyjności. Stwarza to wysokie prawdopodobieństwo, że ewentualnej dalszej eskalacji wojen handlowych towarzyszyć będą także wojny walutowe, co jest również negatywne dla globalnych nastrojów i kursu złotego.

Kurs PLNCZK będzie stabilny

Narodowy Bank Czech (CNB) jest jedynym bankiem w regionie, który w zdecydowany sposób normalizował politykę pieniężną w ostatnich kwartałach. W czerwcu zarząd CNB podjął decyzję o podwyżce dwutygodniowej stopy REPO (dalej stopy procentowej) z 0,75% do 1,00%. Coraz więcej czynników sygnalizuje rosnące prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki już w najbliższych miesiącach. Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz dotyczący perspektyw polityki pieniężnej w Czechach i spójny z nim scenariusz dla kursu złotego względem korony czeskiej.

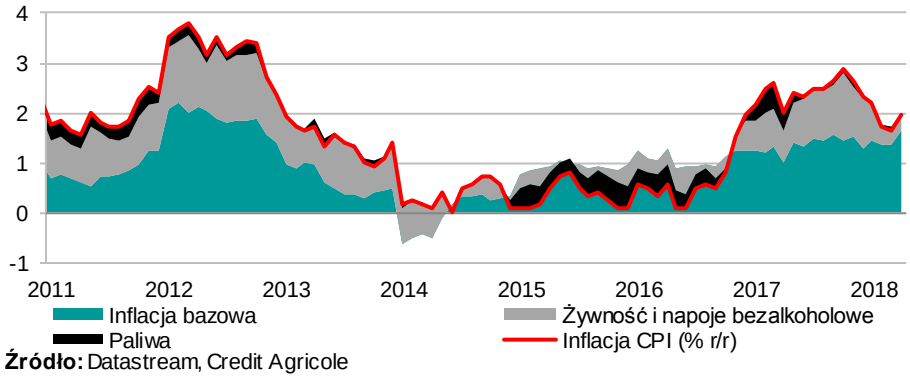


Źródło: CNB, Credit Agricole

Tempo wzrostu gospodarczego w Czechach obniżyło się do 4,2% r/r w I kw. wobec 5,0% w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach tendencja spadkowa będzie kontynuowana ze względu na prognozowane przez nas spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz efekty wysokiej bazy w przypadku popytu krajowego. Wzrost inwestycji ogółem będzie wspierany przez rosnącą absorbcję środków unijnych, jednak będzie on

jednocześnie ograniczany przez normalizację polityki pieniężnej przez CNB. Czynnikami ograniczającymi skalę spowolnienia będzie ekspansywna polityka fiskalna rządu oraz przyspieszenie wzrostu inwestycji publicznych.

Naszym zdaniem, że ewentualne nałożenie ceł w wysokości 25% na eksport samochodów z UE do USA miałoby ograniczony negatywny wpływ na czeską gospodarkę. Eksport samochodów bezpośrednio do USA stanowi zaniedbywalną część handlu zagranicznego Czech. Eksport części i komponentów (do samochodów produkowanych np. w Niemczech, a następnie eksportowanych do USA) ma większe znaczenie. Jednak ze względu na łatwość reorientacji geograficznej eksportu czeskiej branży motoryzacyjnej, obserwowane obecne duże zaległości w realizacji zamówień na samochody (co oznacza, że nawet w przypadku gwałtownego załamaniu popytu moce produkcyjne będą w pełni wykorzystane jeszcze przez kilka miesięcy) oraz umiarkowaną elastyczność cenową popytu USA na samochody, wpływ ten również będzie ograniczony. Podwyższone prawdopodobieństwo nasilenia tendencji protekcjonistycznych w handlu światowym w nadchodzących kwartałach i rosnące ryzyko spowolnienia globalnego wzrostu PKB w większym stopniu przyczyniłoby się do wyhamowania wzrostu gospodarczego w Czechach. Obecnie nie przyjmujemy jednak eskalacji wojen handlowych jako scenariusza bazowego. W rezultacie prognozujemy, że dynamika PKB wyniesie 3,3% w 2018 r. i 3,1% w 2019 r.



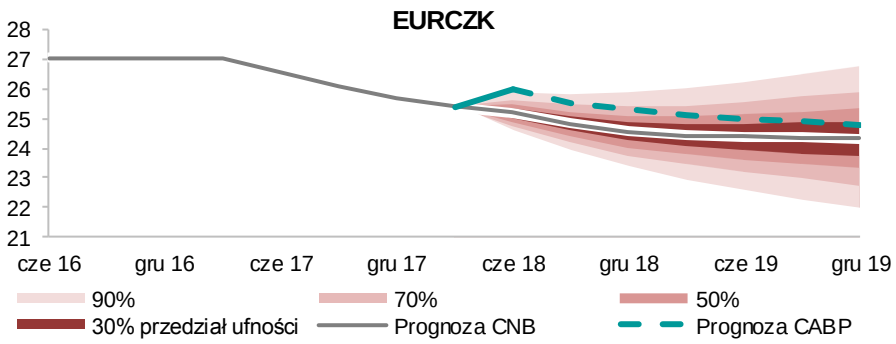
Źródło: Datastream, Credit Agricole

Stopa bezrobocia w Czechach wyniosła 2,3% w maju i ukształtowała się na najniższym poziomie wśród krajów Unii Europejskiej. Ograniczenia podażowe na rynku pracy (trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników) oddziałują w kierunku szybkiego wzrostu nominalnych wynagrodzeń (8,6% r/r w I kw. wobec 7,4% w IV kw. ub. r.). Ze względu na malejące możliwości absorpcji przez przedsiębiorców wyższych kosztów pracy przez spadek marż oczekujemy, że będzie on oddziaływał w kierunku zwiększenia inflacji bazowej w kolejnych kwartałach. Wzrost inflacji PPI wykazującej silną korelację z tempem wzrostu cen konsumenckich – do 2,9% r/r w czerwcu z 1,5% w maju – stanowi wsparcie dla naszej oceny. Jednocześnie 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. Ponadto relatywnie niska inflacja w strefie euro będzie ograniczać tempo wzrostu cen w Czechach. Uwzględniając powyższe czynniki, uważamy, że inflacja ogółem wyniesie 2,2% r/r w 2018 r. i obniży się do 1,9% w 2019 r.

Uważamy, że dwie kwestie są szczególnie istotne przy budowaniu scenariusza dotyczącego polityki pieniężnej w Czechach. Po pierwsze, CNB ma bardzo skrupulatne podejście do celu inflacyjnego (2,0%). Zdaniem banku centralnego istotne ryzyko nawet niewielkiego i trwałego jego przekroczenia uzasadnia zaostrzenie polityki pieniężnej. Po drugie, CNB stara się jak najszybciej znormalizować politykę pieniężną (tj. doprowadzić stawkę PRIBOR 3M do poziomu stopy równowagi równej ok. 3,00%), o ile pozwalają na to warunki makroekonomiczne. Celem takiego działania jest stworzenie bufora w polityce pieniężnej na wypadek przyszłego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Ze względu na zarysowaną powyżej funkcję reakcji, w czerwcu CNB zdecydował się podnieść stopy procentowe. Głównymi argumentami za zacieśnieniem polityki pieniężnej były kształtowanie się inflacji powyżej czerwcowej prognozy CNB, brak materializacji przewidywanego w projekcji umocnienia korony (a w zasadzie osłabienie kursu ze względu na wyprzedaż aktywów na rynkach wschodzących) stanowiący

czynnik proinflacyjny, podwyższone ceny ropy oraz obawy, że ograniczenia podażowe na rynku pracy przyczynią się do wyraźnego wzrostu inflacji w przyszłości.

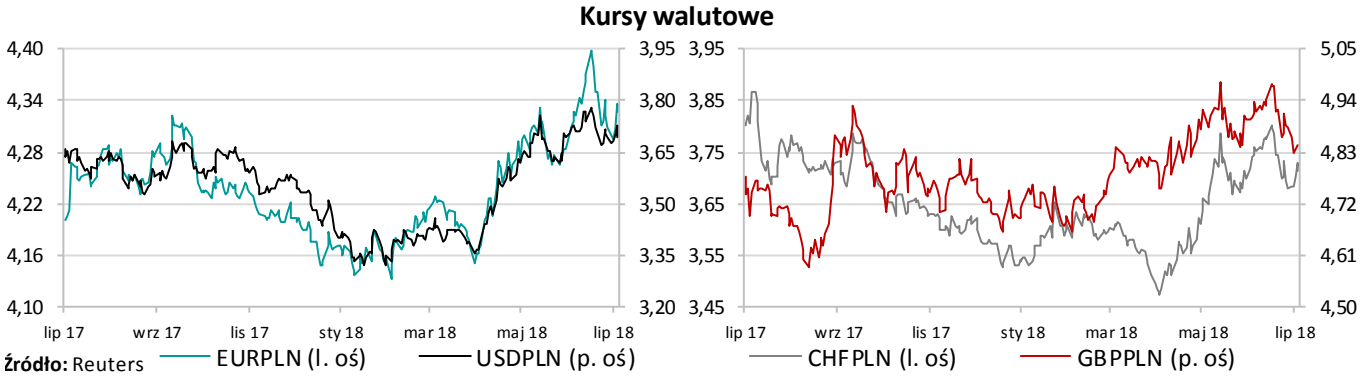


Źródło: CNB, Credit Agricole

Kurs EURCZK nie umocnił się po czerwcowej decyzji CNB, a jego poziom jedynie ustabilizował się. W rezultacie kształtuje się on nadal wyraźnie powyżej ścieżki przedstawionej w majowej projekcji banku centralnego i stanowi czynnik ryzyka w górę dla projekcji inflacji CNB. Ponadto, czynnikiem sprzyjającym osłabieniu czeskiej waluty będzie zamykanie długich pozycji otwartych przez inwestorów przed uwolnieniem kursu korony. Dodatkowo inflacja CPI ukształtowała się w czerwcu na poziomie 2,6% r/r (znacząco powyżej celu inflacyjnego i poziomu zakładanego w projekcji). Zgodnie z *Minutes* po czerwcowym posiedzeniu CNB, a zarząd CNB obawia się, że napięcia na rynku pracy mogą doprowadzić do przyspieszenia inflacji. W rezultacie w naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że CNB podniesie w sierpniu stopy procentowe o 25 pb. Dostrzegamy ryzyko, że ze względu na zmieniające się warunki makroekonomiczne stopy procentowe pozostaną bez zmian w sierpniu i oczekiwane przez nas zacieśnienie polityki pieniężnej zmaterializuje się dopiero w kolejnych miesiącach przed końcem br. Prognozujemy, że stopy procentowe zostaną poniesione łącznie o 75 pb w 2019 r. do 2,00% na koniec roku. Ta prognoza jest spójna z naszym scenariuszem dotyczącym polityki pieniężnej EBC (podwyżka stopy depozytowej o 15 pb w III kw. 2019 r. i 25 pb w IV kw. 2019 r. oraz podwyżka głównej stopy procentowej o 25 pb w IV kw. 2019 r.). Uważamy, że decyzje podejmowane przez EBC będą miały istotny wpływ na politykę pieniężną w Czechach.

Stopniowe zacieśnienie polityki pieniężnej w Czechach będzie oddziaływało w kierunku łagodnego umocnienia kursu korony względem euro (kurs EURCZK równy 25,30 na koniec 2018 r. i 24,80 na koniec 2019 r.). Umocnienie korony będzie również wspierane przez oczekiwaną przez nas aprecjację euro względem dolara. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas kształtowanie się kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) prognozujemy, że w kolejnych kwartałach kurs PLNCZK ustabilizuje się w okolicy obserwowanego obecnie poziomu (5,93-5,98).

Pierwszy szacunek PKB w USA może osłabić złotego



Źródło: Reuters

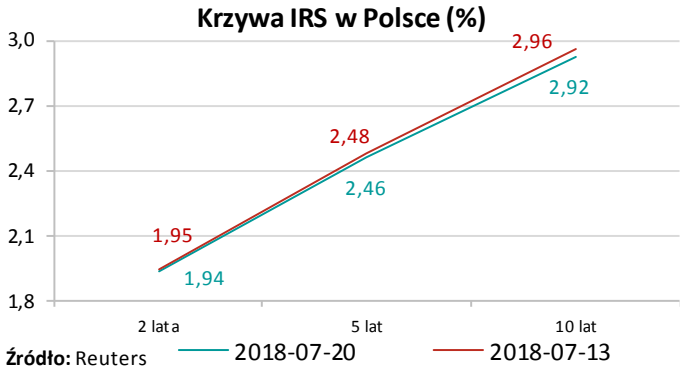
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3265 (osłabienie złotego o 0,4%). Od poniedziałku do środy kurs EURPLN był relatywnie stabilny i kształtował się w przedziale 4,29 – 4,31. W czwartek doszło do wyraźnego osłabienia złotego w ślad za deprecjacją euro względem dolara (patrz poniżej). W piątek

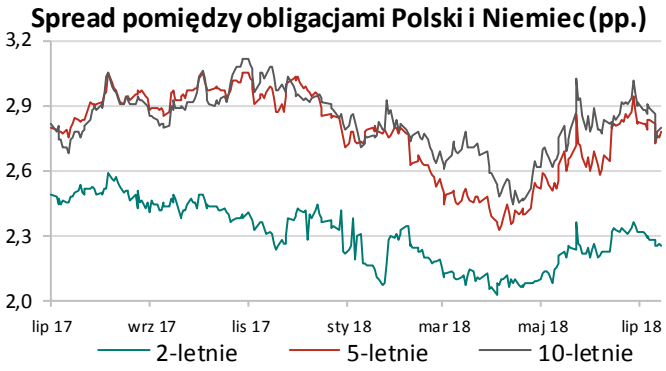
doszło do korekty. Liczne krajowe dane (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), a także jastrzębie wypowiedzi dwóch członków RPP nie miały istotnego wpływu na rynek.

W ubiegłym tygodniu doszło do umocnienia dolara względem euro w reakcji na wystąpienie prezesa FED J. Powella przed Kongresem, które zostało odebrane przez rynek jako jastrzębie. W efekcie w zeszłym tygodniu złoty osłabił się względem dolara o 0,1%. Polska waluta osłabiła się również względem franka szwajcarskiego (o 1,0%). Złoty umocnił się natomiast wobec funta brytyjskiego (o 0,8%) z uwagi na silny wzrost kursu EURGBP. Osłabienie funta względem euro w znacznym stopniu wynikało ze wzrostu niepewności wokół Brexitu, a także publikacji słabszych od oczekiwań danych o inflacji i sprzedaży detalicznej w Wielkiej Brytanii.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie publikacja wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. Oczekujemy, że mogą być one lekko pozytywne dla złotego. Negatywny dla złotego może być natomiast pierwszy szacunek PKB w II kw. w USA. Pozostałe liczne dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, finalny indeks Uniwersytetu Michigan, sprzedaż nowych domów oraz sprzedaż domów na rynku wtórnym), a także posiedzenie EBC, nie spotkają się w naszej ocenie z reakcją rynku.

Wstępne indeksy PMI w strefie euro w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 1,94 (spadek o 1pb), 5-letnie do 2,46 (spadek o 2pb), a 10-letnie do poziomu 2,92 (spadek o 4pb). W ubiegłym tygodniu na rynku utrzymywała się niska płynność związana z okresem wakacyjnym. W efekcie nawet niewielkie transakcje generowały zmienność stawek IRS. W kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS oddziaływało także wystąpienie prezesa FED J. Powella przed Kongresem. Liczne krajowe dane (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), a także jastrzębie wypowiedzi dwóch członków RPP nie miały istotnego wpływu na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie publikacja wyników badań koniunktury (PMI) dla strefy euro. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS. Przeciwny wpływ będzie miała najprawdopodobniej publikacja pierwszego szacunku PKB w USA za II kw. Oczekujemy, że pozostałe dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, finalny indeks Uniwersytetu Michigan, sprzedaż nowych domów oraz sprzedaż domów na rynku wtórnym), jak również zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC nie będą miały większego wpływu na stawki 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	kwi 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	6,8	
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	3,7	
Sprzedaż 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	10,3	
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	7,5	
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	3,7	
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	206	54	-847	1955	-782	-785	-90	42		
Eksport (r/r, %, EUR)	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,9	2,7		
Import (r/r, %, EUR)	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,7	8,1	1,4	11,1	1,7		

* 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	5,9	5,9	6,0	6,4	5,9	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	1,7	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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 23.07.2018r.				
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Czerwiec**	**6,6**	**7,0**	**7,3**
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Czerwiec	5,43		5,44
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	-0,5		-0,7
		Wtorek 24.07.2018r.				
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	55,9	55,7	55,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Lipiec	55,2	54,5	55,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	54,9	54,4	54,7
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Lipiec	54,9	54,5	54,8
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Czerwiec**	**6,1**	**5,9**	**5,9**
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	55,4		55,4
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Lipiec	20,0		
		Środa 25.07.2018r.				
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	4,0		4,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Czerwiec	689		670
		Czwartek 26.07.2018r.				
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Lipiec	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Czerwiec	-0,4		2,8
		Piątek 27.07.2018r.				
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	II kw.	2,0	4,8	4,1
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	97,1		97,1

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.
** Konsensus Reuters

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

Krystian JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: **mboineau@credit-agricole.pl**

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.