W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Jednocześnie zostaną zaprezentowane wyniki najnowszej projekcji inflacji NBP. Oczekujemy, że ścieżka inflacji nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do projekcji marcowej, gdyż wpływ obniżonego punktu startowego prognozy (II kw. br.) zostanie skompensowany wyższą oczekiwaną dynamiką cen paliw. Uważamy, że oczekiwane tempo wzrostu PKB może zostać lekko podniesione w krótkim horyzoncie, jednak utrzymana zostanie jego spadkowa trajektoria w kolejnych kwartałach. W naszej ocenie prezes NBP A. Glapiński powtórzy na konferencji swój pogląd, zgodnie z którym stopy procentowe pozostaną niezmienione co najmniej do końca 2019 r. Uważamy, że wyniki projekcji, treść komunikatu po posiedzeniu Rady oraz wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji będą neutralne dla kursu złotego i cen polskiego długu
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Prognozujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w czerwcu do 2,9% r/r wobec 2,8% w maju ze względu na wyższą inflację bazową (2,3% r/r wobec 2,2% w maju). W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się do 98,4 pkt. w lipcu wobec 98,2 pkt. w czerwcu. Naszym zdaniem zagregowany wpływ publikacji danych z USA będzie neutralny dla złotego i cen polskiego długu.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszyła się do -18,2 pkt. w lipcu wobec -16,1 pkt. w czerwcu. Naszym zdaniem w kierunku pogorszenia nastrojów oddziaływała obserwowana w ostatnich tygodniach wyprzedaż na rynkach wschodzących.
- **W piątek poznamy dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Oczekujemy, że jego saldo zwiększyło się w czerwcu do 31,7 mld USD wobec 24,9 mld USD w maju. W kierunku wzrostu dynamiki eksportu oddziaływała przyspieszona realizacja zamówień przed planowanym terminem wprowadzenia ceł przez USA. Jednakże ze względu na efekty wysokiej bazy prognozujemy, że dynamika eksportu odnotowała w czerwcu spadek do 9,5% r/r wobec 12,6% w maju. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika importu zmniejszyła się do 19,3% z 26,0%. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.
- **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o czerwcowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że inflacja nie zmieni się w porównaniu do wstępnego szacunku (1,9% r/r wobec 1,7% w maju). Do zwiększenia inflacji w czerwcu przyczyniła się wyższa dynamika cen paliw i inflacja bazowa (patrz poniżej). Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.

W zeszłym tygodniu

- **Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w czerwcu o 213 tys. wobec wzrostu o 244 tys. w maju (rewizja w górę z 223 tys.), co było powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 187 tys.).** Największy wzrost liczby etatów odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+54,0 tys.), w usługach biznesowych (+50,0 tys.) oraz w przetwórstwie (+36,0 tys.). Spadek zatrudnienia nastąpił natomiast w handlu detalicznym (-21,6 tys.) oraz w dostarczaniu mediów (-0,3 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w czerwcu do 4,0% z 3,8% w maju, co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (3,8%). W efekcie bezpośrednio po publikacji danych doszło do osłabienia dolara względem euro. Stopa bezrobocia, mimo swojego wzrostu w czerwcu, pozostaje nadal wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,5%, por. MAKROmapa z 18.06.2018). Co więcej, zwiększenie stopy bezrobocia w czerwcu wynikało z

aktywizacji części osób dotąd nieaktywnych zawodowo, tym samym nie sygnalizuje ono pogorszenia sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek liczby osób nieaktywnych zawodowo przy jednoczesnym wzroście w podobnej skali liczby bezrobotnych. W efekcie, współczynnik aktywności zawodowej zwiększył się w czerwcu do 62,9% wobec 62,7% w maju. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego w czerwcu nie zmieniła się w porównaniu do maja i wyniosła 2,7%. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach obserwowany będzie dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń wraz z poprawiającą się sytuacją na amerykańskim rynku pracy. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM w przetwórstwie zwiększył się do 60,2 pkt. w czerwcu wobec 58,7 pkt. w maju. Wzrost wskaźnika wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (bieżącej produkcji, czasu dostaw oraz poziomu zapasów). Przeciwny efekt miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz nowych zamówień. Wzrost odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się w czerwcu do 59,1 pkt. wobec 58,6 pkt. w maju. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady jego składowych dla aktywności biznesowej oraz nowych zamówień, podczas gdy przeciwny efekt miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się z 2,0% w I kw. do 3,7% w II kw.

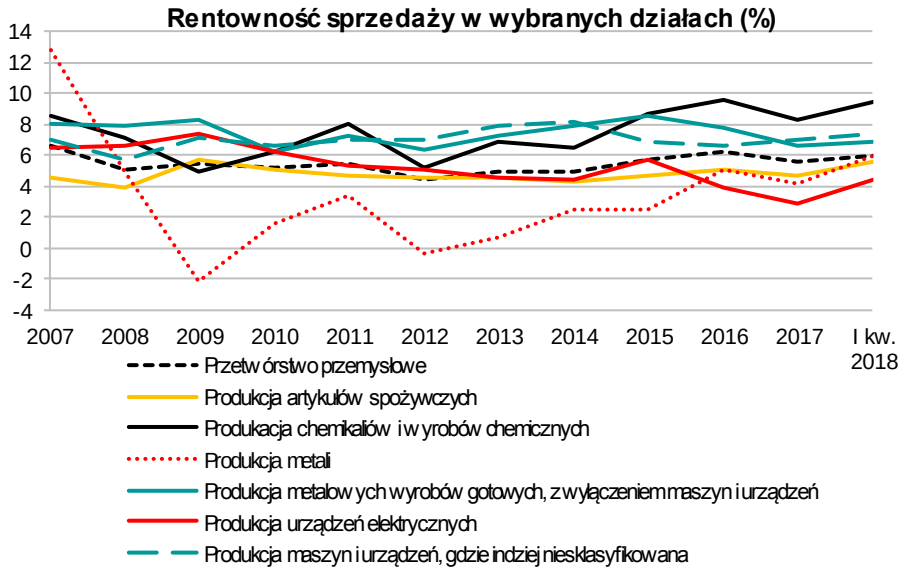
- **W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FED.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w zapisie dyskusji znalazły się oceny członków FED dotyczące krótko- i średniookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA, przede wszystkim w kontekście efektów działań protekcjonistycznych administracji D. Trumpa. Większość członków FOMC uważa, że cła i ograniczenia w handlu międzynarodowym mogą mieć negatywny wpływ na nastroje gospodarcze oraz inwestycje w USA. Tym samym wskazują oni, że działania protekcjonistyczne w światowym handlu są jednym z czynników ryzyka w dół dla przedstawionych na czerwcowym posiedzeniu projekcji ekonomicznych członków FOMC. Treść *Minutes* nie zmienia naszego scenariusza, zgodnie z którym FED dokona w tym roku jeszcze 2 podwyżek stóp procentowych po 25 pb (we wrześniu i w grudniu).
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 1,9% r/r wobec 1,7% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (2,0%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe", „nośniki energii" oraz „paliwa". W kierunku wzrostu inflacji ogółem oddziaływała wyższa dynamika cen paliw (15,2% r/r w czerwcu wobec 9,2% w maju) oraz zwiększenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła w czerwcu 0,6-0,7% r/r wobec 0,5% w maju. W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast niższa dynamika cen żywności (2,7% r/r w czerwcu wobec 3,0% w maju). Czerwcowe dane nie zmieniają naszej prognozy średniorocznej inflacji w br. (1,6% wobec 2,0% w 2017 r.).
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w czerwcu do 54,2 pkt. wobec 53,3 pkt. w maju.** W rezultacie osiągnął on najwyższy poziom od stycznia 2018 r. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia oraz bieżącej produkcji). Przeciwny efekt miały niższe wkłady składowych dla czasu dostaw oraz zapasów pozycji zakupionych. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje rozbieżność pomiędzy tempem wzrostu nowych zamówień ogółem (wartość składowej równa 54,6 pkt.) i nowych zamówień eksportowych (51,4 pkt.). Wskazuje to, że obecnie pozytywny wpływ na sytuację w polskim przetwórstwie ma przede wszystkim silny popyt krajowy, przy mniejszym znaczeniu napływu zamówień zagranicznych. Uważamy, że tendencja ta wynika z obserwowanego obecnie ożywienia w budownictwie, które ma pozytywny wpływ na aktywność w przetwórstwie – przede wszystkim działów powiązanych z branżą budowlaną. Łagodzi ona tym samym negatywny wpływ spowolnienia w światowym handlu na polskie przetwórstwo

(por. MAKROmapa z 02.07.2018). Przeciętna wartość polskiego indeksu PMI w II kw. (53,8 pkt.) ukształtowała się tylko nieznacznie poniżej swojej średniej wartości w I kw. (54,0 pkt.), co w połączeniu z danymi o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej za okres kwiecień-maj stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki PKB w II kw. (4,9% r/r wobec 5,2% w I kw.).

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w maju do 2,6% wobec -1,3% w kwietniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,4%). Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji we wszystkich jej działach (przetwórstwie przemysłowym, energetyce oraz budownictwie). Wzrost odnotowały również zamówienia w niemieckim przemyśle, które zwiększyły się w maju o 2,6% m/m wobec spadku o 1,6% w kwietniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (1,1%). Warto jednocześnie zauważyć, że jest to ich pierwszy wzrost w ujęciu miesięcznym od grudnia 2017 r. Dzisiaj poznaliśmy również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego saldo zwiększyło się w maju do 20,3 mld EUR wobec 19,4 mld EUR w kwietniu, co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (20,0 mld EUR). Jego zwiększenie nastąpiło przy wzroście dynamiki eksportu (1,8% m/m w maju wobec -0,3% w kwietniu) oraz spadku dynamiki importu (0,7% w maju wobec 2,2% w kwietniu). Lepsze od oczekiwań dane z niemieckiej gospodarki sygnalizują, że zmalało wskazywane przez nas wcześniej ryzyko w dół dla naszej prognozy PKB w Niemczech (0,6% kw/kw w II kw. wobec 0,3% w I kw.)
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie.** Indeks CFLP PMI spadł w czerwcu do 51,5 pkt. wobec 51,9 pkt. w maju, podczas gdy indeks Caixin PMI zmniejszył się w czerwcu do 51,1 pkt. wobec 51,4 pkt. w maju. W strukturze obu indeksów na szczególną uwagę zasługuje spadek składowej dla nowych zamówień eksportowych. W obu przypadkach ukształtowała się ona poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od obniżenia aktywności. Spadek nowych zamówień eksportowych w chińskim przetwórstwie jest związany z wprowadzeniem przez USA podwyższonych ceł na import towarów z Chin o wartości 50 mld USD (por. MAKROmapa z 18.06.2018). W naszej ocenie wojna handlowa w obecnym kształcie 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 dla naszego scenariusza jest ewentualna dalsza eskalacja działań protekcjonistycznych w światowym handlu (patrz poniżej) oraz jej wpływ na nastroje globalne.
- **W zeszłym tygodniu prezydent USA D. Trump zaostrzył swoje stanowisko dotyczące polityki handlowej względem Chin.** W pierwszym kroku wprowadzone zostałyby cła na produkty o wartości 14 mld USD (dodatkowo wobec obecnych równych 36 mld USD, w sumie 50 mld USD). D. Trump zagroził, że w przypadku wprowadzenia przez Chiny ceł odwetowych na amerykański eksport, USA wprowadzą nowe cła na chińskie towary o wartości 200 mld USD. Jednocześnie zapowiedział, że jeśli to również spotkałoby się z odwetem Chin, USA wprowadzą podwyższone cła na kolejne towary z Chin o wartości 300 mld USD. Oznaczałoby to objęcie podwyższonymi cłami całego chińskiego eksportu do USA. Wypowiedzi D. Trumpa wskazują na wysokie prawdopodobieństwo dalszej eskalacji działań protekcjonistycznych w światowym handlu, a w konsekwencji są negatywne dla globalnych nastrojów i kursu złotego.

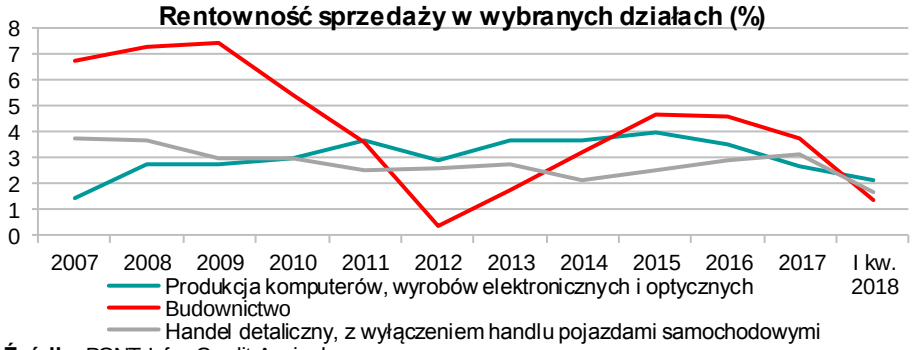
Szybki wzrost wynagrodzeń będzie miał ograniczony wpływ na inflację

W ostatnich miesiącach w dyskursie ekonomicznym coraz częściej poruszany jest problem negatywnego wpływu szybkiego wzrostu nominalnych płac na konkurencyjność polskich przedsiębiorstw. Poniżej przedstawiamy analizę tego zagadnienia w perspektywie krótko- i średniookresowej.



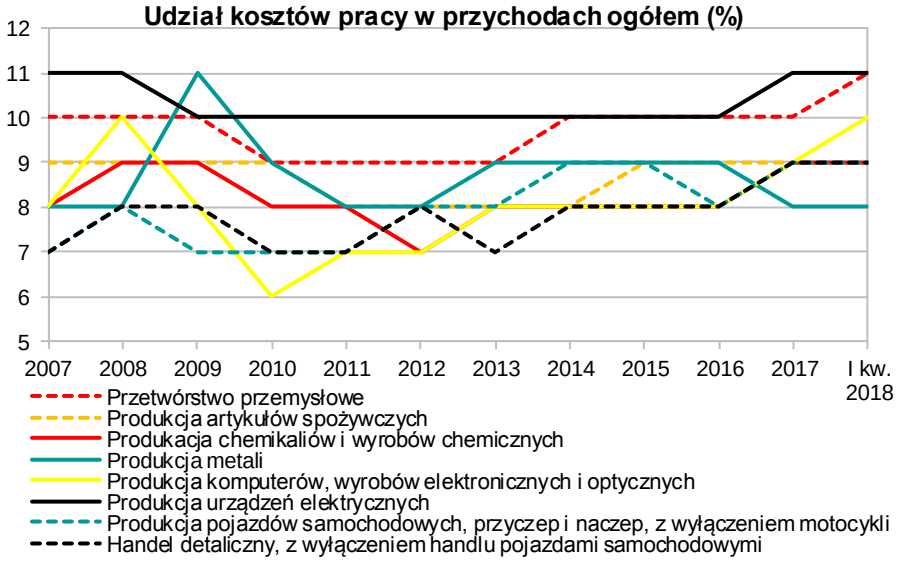
Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Utrzymywanie przewagi konkurencyjnej w postaci niskich kosztów produkcji jest szczególnie ważne z punktu widzenia branż eksportowych – działów przetwórstwa, w których istotna część przychodów ze sprzedaży pochodzi z eksportu. Przeanalizowaliśmy kształtowanie się wskaźnika rentowności (iloraz zysku operacyjnego i przychodów ze sprzedaży netto) w tych branżach w ostatnich latach. Wskaźnik ten można w uproszczeniu traktować jako marżę przedsiębiorców. Można zauważyć, że rentowność w branżach eksportowych nie tylko nie zmniejszyła się w ostatnich kwartałach, ale nawet wzrosła. Oznacza to, że szybki wzrost nominalnych płac nie przyczynił się do pogorszenia konkurencyjności większości branż eksportowych, gdyż firmy rekompensowały wyższe koszty pracy wzrostem wydajności. Warto również podkreślić, że korzystne tendencje w zakresie rentowności sprzedaży w I kw. utrzymały się mimo odnotowanego w tym okresie umocnienia złotego.



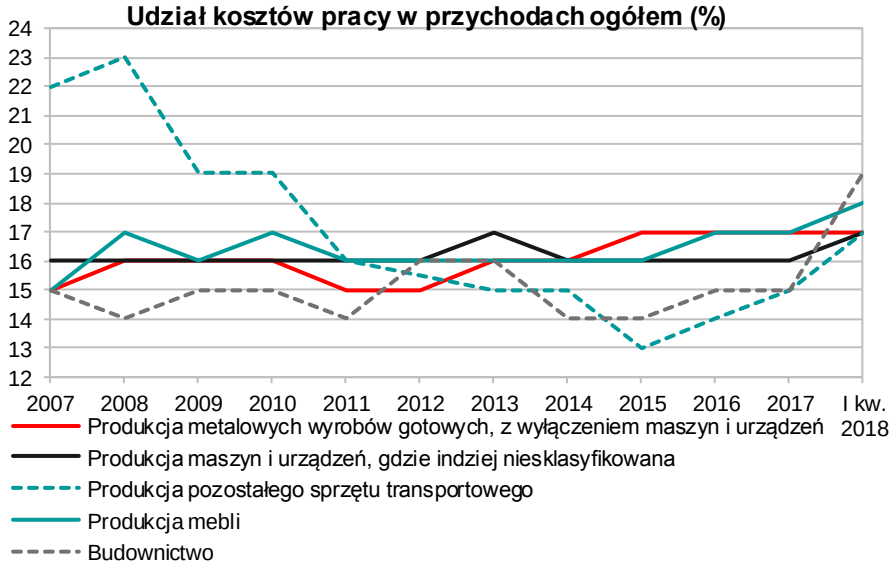
Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Zidentyfikowaliśmy również trzy branże, w których w ostatnich latach nastąpił spadek rentowności – produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych, budownictwo oraz handel detaliczny z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi. W przypadku budownictwa taka tendencja jest wynikiem wzrostu cen surowców. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia w latach 2010-2012 (okres boomu budowlanego związanego z EURO 2012). Z kolei w przypadku produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych, za spadek marż mógł odpowiadać postęp techniczny, przyczyniający się do globalnego spadku cen wyrobów gotowych w tej branży, a więc również przychodów. W przypadku handlu detalicznego, ze względu na ograniczone możliwości szybkiego zwiększenia produktywności, za zmniejszenie rentowności odpowiadały głównie wyższe koszty pracy.



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Powyższe wnioski o ograniczonym wpływie wzrostu wynagrodzeń na konkurencyjność przedsiębiorstw potwierdza również analiza dotycząca kształtowania się udziału kosztów płacowych (łącznie z narzutami) w przychodach ogółem. Polskie firmy można podzielić na branże w których ten odsetek wynosi ok. 10% (m.in. produkcja artykułów spożywczych, chemikaliów i wyrobów chemicznych, metali, pojazdów samochodowych, handel detaliczny) oraz takie, w których kształtuje się on na poziomie ok. 15% (m.in. budownictwo, produkcja metali, produkcja wyrobów metalowych). W całym przetwórstwie przemysłowym udział kosztów pracy w przychodach ogółem wyniósł 11% w I kw. br. Można zauważyć, że w niektórych branżach wzrost wynagrodzeń zaowocował zwiększeniem udziału kosztów płacowych w przychodach ogółem, ale tylko w niewielkim zakresie. Na tle historycznym udział kosztów płacowych w przychodach ogółem w większości branż był stabilny.

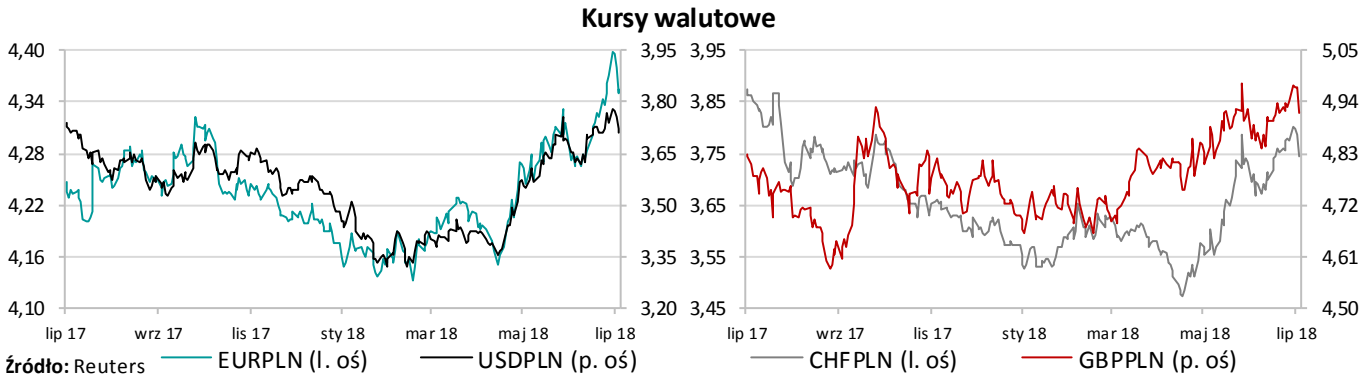


Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Powyższe zależności są istotne z punktu widzenia scenariusza inflacyjnego w Polsce. W przypadku firm eksportowych silna konkurencja zagraniczna będzie czynnikiem ograniczającym możliwość podwyżek cen produktów finalnych. Taki scenariusz będzie realizowany ze względu na mały udział kosztów płacowych w przychodach ogółem – nawet w przypadku utrzymującego się dalszego, szybkiego wzrostu nominalnych wynagrodzeń, ich wpływ na marże przedsiębiorstw będzie ograniczony. Przykładowo, zakładając, że udział kosztów pracy w przychodach wynosi 10%, a wynagrodzenia wzrosłyby o 10%, to przy innych warunkach niezmienionych marża przedsiębiorstwa zmniejszyłaby się tylko o 1 pkt. proc. Takie uwarunkowania w połączeniu z oczekiwaną przez nas relatywnie niską inflacją w strefie euro i oczekiwaną umiarkowaną aprecjacja kursu złotego nie będą wymuszały szybkiego wzrostu cen produktów końcowych przez polskie firmy eksportowe, co będzie czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji w Polsce w kolejnych kwartałach. Z kolei w branżach sektora dóbr niehandlowych (np. handel detaliczny oraz inne usługi lub działy przetwórstwa w niewielkim zakresie otwarte na konkurencję zagraniczną) wyższe koszty pracy będą miały większe znaczenie w procesie kształtowania cen, ze względu na łatwość ich przerzucenia na konsumenta. Podwyżki pensji pracowników będą oddziaływały w kierunku wzrostu cen dóbr oferowanych przez te branże w celu utrzymania niezmienionej marży przedsiębiorców, co znajdzie naszym zdaniem odzwierciedlenie w stopniowym wzroście inflacji bazowej.

Zarysowane powyżej czynniki stanowią wsparcie dla naszej prognozy inflacji (1,6% w br. i 1,3% w 2019 r.).

Złoty częściowo odrobił straty sprzed dwóch tygodni



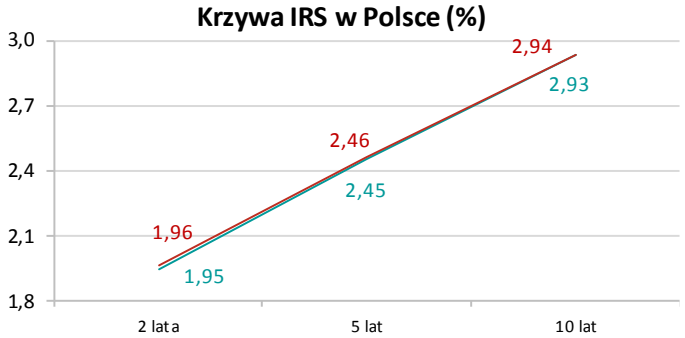
Źródło: Reuters

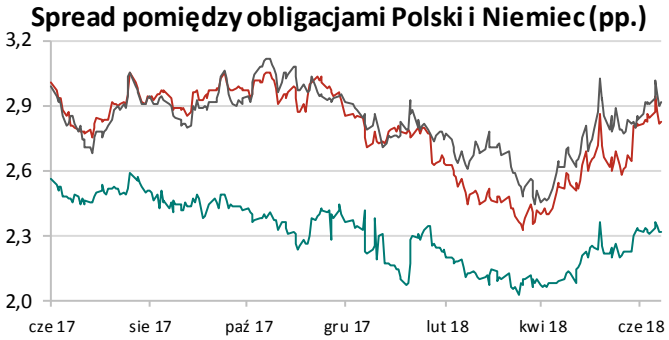
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3549 (umocnienie złotego o 0,4%). W poniedziałek złoty kontynuował swoją deprecjację względem euro związaną ze wzrostem światowej awersji do ryzyka. W efekcie kurs EURPLN wzrósł powyżej 4,41 osiągający tym samym najwyższy poziom od początku stycznia 2017 r. Wysoki kurs EURPLN, przy jednoczesnym wzroście apetytu na ryzyko, sprzyjał zwiększonemu popytowi zagranicznemu na polską walutę. W efekcie od wtorku obserwowana była korekta i stopniowe umocnienie złotego. W piątek rano polska waluta nieznacznie traciła na wartości, lecz opublikowane po południu dane z amerykańskiego rynku pracy, które wbrew oczekiwaniom rynku wskazały na wzrost stopy bezrobocia, doprowadziły do jej umocnienia.

Z uwagi na umocnienie złotego względem euro, złoty zyskiwał również względem innych głównych walut. W efekcie w ubiegłym tygodniu polska waluta umocniła się względem dolara amerykańskiego (o 0,9%), franka szwajcarskiego (o 0,8%) oraz funta brytyjskiego (o 0,5%).

Uważamy, że w tym tygodniu kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów globalnych, determinowanych przez działania protekcjonistyczne w światowym handlu. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi D. Trumpa (patrz powyżej) wskazują na wysokie prawdopodobieństwo ich eskalacji, co byłoby negatywne dla polskiej waluty. Zaplanowane na środę posiedzenie RPP nie będzie miało w naszej ocenie istotnego wpływ na kurs złotego. Neutralne dla polskiej waluty będą również dane z USA (inflacja CPI i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), a także dane nt. bilansu handlowego w Chinach.

Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,96 (wzrost o 1pb), 5-letnie do 2,46 (wzrost o 1pb), a 10-letnie do poziomu 2,94 (wzrost o 1pb). W ubiegłym tygodniu obserwowana była stabilizacja stawek IRS na całej długości krzywej. Sprzyjała jej niska aktywność inwestorów związana z sezonem wakacyjnym, a także Świętem Niepodległości w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP. Obecnie rynek wycenia pierwszą podwyżkę stóp procentowych w Polsce w na przełomie III i IV kw. 2019 r. Uważamy, że konferencja po posiedzeniu RPP nie dostarczy nowych istotnych informacji z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej w Polsce, a tym samym nie zmieni oczekiwań rynkowych dotyczących terminu rozpoczęcia jej zacieśniania. W rezultacie będzie ona najprawdopodobniej neutralna dla stawek IRS. Ograniczony wpływ na rynek będą miały naszym zdaniem również dane z USA (inflacja CPI i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan).

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	**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**	
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	**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
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	0,9	1,4	1,5	1,6	0,7	0,8	0,6	0,8	0,6	1,4	0,7
Wkłady do wzrostu PKB: 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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 09.07.2018r.				
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Maj	19,4		20,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Lipiec	9,3		8,2
		Wtorek 10.07.2018r.				
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	4,1	4,6	4,5
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	1,8	2,0	1,9
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Lipiec	-16,1		-18,2
		Środa 11.07.2018r.				
	Polska	**Decyzja o stopach procentowych NBP (%)**	**Lipiec**	**1,50**	**1,50**	**1,50**
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Maj	0,5		0,5
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Maj	0,8		0,6
		Czwartek 12.07.2018r.				
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	-0,9		1,1
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Czerwiec	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Czerwiec	0,2	0,2	0,2
		Piątek 13.07.2018r.				
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Czerwiec	24,9	31,7	27,5
10:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Czerwiec**	**1,7**	**2,0**	**2,0**
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	98,2	98,4	98,2

* 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.