W tym tygodniu

- **Dzisiaj poznamy wyniki badań koniunktury w USA.** Prognozujemy, że indeks ISM poza przetwórstwem zwiększył się do 55,3 pkt. w lipcu wobec 55,1 pkt. w czerwcu, co będzie spójne z wynikami regionalnych badań koniunktury. Tym samym będziemy obserwować pogłębiające się rozbieżności pomiędzy koniunkturą w usługach i przetwórstwie (patrz niżej). Uważamy, że publikacja indeksu będzie neutralna dla rynków.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Rynek oczekuje, że saldo bilansu zmniejszyło się do 37,5 mld USD w lipcu wobec 51,0 mld USD w czerwcu. Zgodnie z konsensusem tempo wzrostu eksportu obniżyło się do -2,2% r/r w lipcu z -1,3% w czerwcu, a dynamika importu spadła do -7,6% r/r z -7,3% w czerwcu. Uważamy, że publikacja danych o chińskim bilansie handlowym znajdzie się w cieniu ubiegłotygodniowej decyzji D. Trumpa o wprowadzeniu nowych ceł na import chińskich towarów z początkiem września (patrz poniżej), a tym samym będzie ona neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia było posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym FED obniżył przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 25pb do [2,00%; 2,25%]. Jednocześnie FED ogłosił, że w sierpniu zakończy redukcję swojego bilansu, czyli dwa miesiące wcześniej niż był to pierwotnie zapowiadane. Jako motywację swojej decyzji o złagodzeniu polityki monetarnej FED wskazał pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz ograniczoną presję inflacyjną w USA. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef FED J. Powell powiedział, że obniżka stóp procentowych jest kontynuacją rozluźnienia polityki pieniężnej w I poł. br. Dodał on, że obniżka stóp nie oznacza rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki monetarnej w USA. Tym samym wydźwięk konferencji po posiedzeniu był mniej gołębi od oczekiwań, co doprowadziło do umocnienia dolara względem euro i wzrostu rentowności amerykańskich obligacji. W komunikacie podtrzymana została zapowiedź, zgodnie z którą FED będzie podejmował odpowiednie działania w celu podtrzymania ożywienia gospodarczego, dobrej sytuacji na rynku pracy oraz zapewnienia kształtowania się inflacji na poziomie zbliżonym do symetrycznego celu inflacyjnego FED (2%). Naszym zdaniem zapis ten stanowi furtkę do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w USA. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że we wrześniu FED obniży stopy procentowe o kolejne 25pb, antycypując dalsze pogorszenie koniunktury w USA, a w 2020 r. dokona jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych po 25pb. Rynek wycenia obecnie, że FED do końca 2019 r. obniży stopy procentowe jeszcze łącznie o 50pb.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w lipcu o 164 tys. wobec wzrostu o 193 tys. w czerwcu (rewizja w dół z 224 tys.), kształtując się na poziomie zbliżonym do oczekiwań rynku (wzrost o 162 tys.) oraz naszej prognozy (165 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+66,0 tys.), usługach biznesowych (+38,0 tys.) oraz finansach (+18,0 tys.). Najsilniejszy spadek zatrudnienia miał miejsce w sektorze informacyjnym (-10,0 tys.), górnictwie i wycince drzew (-5,0 tys.) oraz handlu detalicznym (-3,6 tys.). Stopa bezrobocia nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 3,7%, pozostając wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,2%, por. MAKROmapa z 24.06.2019). Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się w lipcu do 3,2% wobec 3,1% w czerwcu. Mimo wzrostu dynamiki wynagrodzeń presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje niska. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa obniżył się w lipcu do 51,2 pkt. wobec 51,7 pkt. w czerwcu, co było poniżej

oczekiwań rynku (52,0 pkt.) oraz naszej prognozy (51,3 pkt.). Tym samym indeks ukształtował się na najniższym poziomie od sierpnia 2016 r. Obniżenie indeksu wynikało z niższych wkładów jego składowych dla bieżącej produkcji oraz zatrudnienia, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla czasu dostaw, zapasów oraz nowych zamówień. Na wyraźną poprawę nastrojów konsumenckich wskazał indeks Conference Board, który zwiększył się w lipcu do 135,7 pkt. wobec 124,3 pkt. w czerwcu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (125,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Zgodnie z komunikatem istotną rolę w poprawie nastrojów konsumenckich odegrała lepsza ocena obecnych tendencji oraz perspektyw sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Na większy optymizm amerykańskich konsumentów wskazał także finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w lipcu do 98,4 pkt. wobec 98,2 pkt. w czerwcu (bez zmian względem wstępnego szacunku). Na jego wzrost złożyły się zwiększenie składowej dla oczekiwań oraz obniżenie składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą w sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 2,0% wobec 2,1% w II kw.

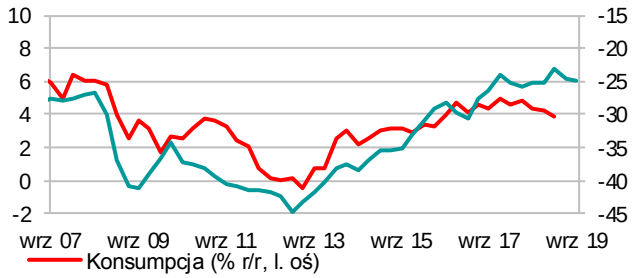
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w lipcu do 2,9% r/r wobec 2,6% w czerwcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,6%) oraz naszej prognozy (2,5%).** Tym samym inflacja drugi miesiąc z rzędu znajduje się powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1 pkt. proc.). Jednocześnie ukształtowała się ona na najwyższym poziomie od października 2012 r. GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe", „nośniki energii" oraz „paliwa". Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (6,8% r/r w lipcu wobec 5,7% w czerwcu – najprawdopodobniej ze względu wzrost dynamiki cen warzyw i owoców) oraz inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w lipcu do 2,1% r/r wobec 1,9% w czerwcu. Przeciwny wpływ miały niższe dynamiki cen paliw (0,7% r/r w lipcu wobec 3,0% w czerwcu) oraz nośników energii (-1,0% r/r w lipcu wobec -0,9% w czerwcu). Wstępne dane o inflacji stanowią istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w III kw. nie zmieni się w porównaniu do II kw. i wyniesie 2,4% r/r, a w całym 2019 r. wyniesie 2,1% r/r wobec 1,6% w 2018 r. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 14 sierpnia.
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w lipcu do 47,4 pkt. wobec 48,4 pkt. w czerwcu, kształtując się poniżej naszej prognozy zgodnej z konsensusem rynkowym (48,0 pkt.) i ukształtował się na najniższym poziomie od kwietnia 2013 r.** Tym samym już dziewiąty miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Obniżenie indeksu PMI wynikało z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (zatrudnienia zapasów pozycji zakupionych i czasu dostaw). Przeciwny efekt miały wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji i nowych zamówień. W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy utrzymującą się odporność polskiego przetwórstwa na spadek aktywności w przetwórstwie strefy euro. Uważamy jednak, że lipiec mógł być w tym względzie miesiącem przełomowym i w lipcowych danych o produkcji osłabienie popytu zewnętrznego zaznaczy się silniej niż w poprzednich miesiącach (por. MAKROpuls z 01.08.2019). Dane nie zmieniają naszej prognozy wzrostu PKB w całym 2019 r. (4,4% r/r wobec 5,1% w 2018 r.).
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro obniżyła się w II kw. do 0,2% wobec 0,4% w I kw. (1,1% r/r w II kw. wobec 1,2% w I kw.), co było zgodne z oczekiwaniami rynku i poniżej naszej prognozy (0,3%).** W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wstępne szacunki PKB w kilku gospodarkach strefy euro, m.in. we Francji (0,2% kw/kw w II kw. wobec 0,3% w I kw.), w Hiszpanii (0,6% w II kw. wobec 0,7% w I kw.) oraz we Włoszech (0,0% w II kw. wobec 0,1% w I kw.). Opublikowane dane o PKB są wstępnym szacunkiem i nie uwzględniają jego struktury. Kolejny szacunek PKB w strefie euro w II kw., uwzględniający tempo wzrostu we wszystkich krajach obszaru wspólnej waluty, zostanie opublikowany 14

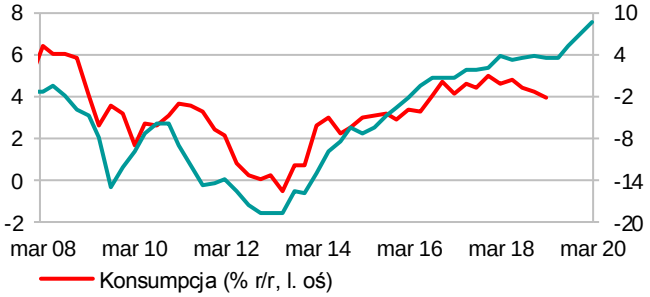
sierpnia, a pełne dane nt. struktury PKB poznamy 6 września.

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro obniżyła się w lipcu do 1,1% r/r wobec 1,3% w czerwcu, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i powyżej naszej prognozy (1,0%).** Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen nośników energii (0,6% r/r w lipcu wobec 1,7% w czerwcu) oraz usług (1,2% w lipcu wobec 1,6% w czerwcu), podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen żywności (2,0% r/r w lipcu wobec 1,6% w czerwcu). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie kształtować się w trendzie spadkowym i w październiku osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 0,7% r/r. Następnie dojdzie do jej nieznacznego wzrostu, niemniej w całym horyzoncie naszej prognozy (tj. do końca 2020 r.) nie przekroczy ona poziomu 1,3% r/r. Oczekujemy, że poziomu 1,3% r/r w całym horyzoncie prognozy nie przekroczy również inflacja bazowa. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym we wrześniu EBC obniży stopę depozytową o 10 pb do -0,50% i jednocześnie wprowadzi rozwiązanie polegające na zróżnicowaniu (*tiering*) poziomu oprocentowania (względem ujemnej stopy depozytowej), jakim obciążane są banki komercyjne przy lokowaniu środków w banku centralnym. Ponadto, EBC zadecyduje wówczas o uruchomieniu kolejnej rundy programu luzowania ilościowego (QE2) o miesięcznej skali skupu równej 50 mld EUR. Naszym zdaniem, program ten zostanie uruchomiony z początkiem 2020 r. i potrwa 18 miesięcy.
- **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w lipcu do 49,9 pkt. wobec 49,4 pkt. w czerwcu, co było powyżej oczekiwań rynku (49,6 pkt.) oraz naszej prognozy (49,8 pkt.).** Niemniej już drugi miesiąc z rzędu indeks ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień oraz bieżącej produkcji), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, zapasów oraz czasy dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem, w tym nowych zamówień eksportowych. Składowa dla nowych zamówień ogółem zwiększyła się wyraźnie silniej niż składowa dla nowych zamówień eksportowych, co sugeruje, że źródłem jej wzrostu była przede wszystkim poprawa popytu wewnętrznego. Może to sygnalizować pierwsze efekty działań prowadzonych przez chiński rząd mających na celu pobudzenie popytu wewnętrznego. Wzrost odnotował również indeksy CFLP PMI dla przetwórstwa, który zwiększył się w lipcu do 49,7 pkt. wobec 49,4 pkt. w czerwcu. Ubiegłotygodniowe dane z Chin stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Chinach (6,4% w 2019 r. i 6,0% w 2020 r.). Osiągnięcie takiej dynamiki PKB będzie jednak związane z koniecznością zwiększenia skali stymulacji wzrostu prowadzonej przez chiński rząd. Uważamy, że w tym celu podjęte zostaną działania na rzecz zwiększenia akcji kredytowej (zatrzymanie procesu delewarowania banków, obniżenie stóp procentowych), osłabienia juana zgodnej z pogorszeniem salda bilansu handlowego Chin oraz w większym stopniu rozluźniona zostanie polityka fiskalna. Naszej prognozy nie zmienia także ostatnia wypowiedź prezydenta USA D. Trumpa, który wyrażając swoje niezadowolenie z postępu negocjacji na linii USA-Chiny zapowiedział wprowadzenie podwyższonych ceł w wysokości 10% na pozostałe towary importowane z Chin (o wartości 300 mld USD) od września br. W reakcji na decyzję D. Trumpa chiński rząd wezwał przedsiębiorstwa państwowe do zawieszenia importu artykułów rolno-spożywczych z USA i doprowadził do wzrostu kursu USDCNY do najwyższego poziomu od marca 2008 r. W naszym scenariuszu bazowym zakładaliśmy dalszą eskalację wojny handlowej pomiędzy tymi krajami (por. MAKROmapa z 01.07.2019).

Program „Rodzina 500+" trwale poprawił nastroje konsumenckie

Od 2013 r. można zaobserwować stopniową poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Bieżący Wskaźnik Ufności Konsumenckiej (BWUK) oraz Wyprzedzający Wskaźnik Ufności Konsumenckiej (WWUK) osiągnęły w czerwcu br. najwyższe wartości w historii badań. W lipcu br. nastroje konsumentów uległy lekkiemu pogorszeniu, jednak odczyty wskaźników WWUK i BWUK pozostały wciąż na wysokich poziomach. Kształtowanie się wskaźników koniunktury jest istotne z punktu widzenia oceny trendów konsumpcji. Wspomniane wskaźniki wykazują bowiem wysoką korelację z roczną realną dynamiką spożycia prywatnego. Jeszcze większa zależność wzrostu konsumpcji od nastrojów obserwowana jest dla dwóch ze składowych indeksu WWUK – „zmiana sytuacji finansowej gospodarstwa domowego – prognoza na 12 miesięcy" oraz „dokonywanie ważnych zakupów – prognoza na 12 miesięcy" (por. wykres). Jednym z czynników często wymienianym jako przyczyna wyraźnej poprawy nastrojów gospodarstw domowych w ostatnich latach są wypłaty transferów przez rząd (programy „Rodzina 500+" i „Dobry Start" oraz tzw. 13-ta emerytura). Poniżej próbujemy odpowiedzieć na pytanie, czy programy rządowe rzeczywiście przyczyniły się do poprawy nastrojów i przyspieszenia konsumpcji.



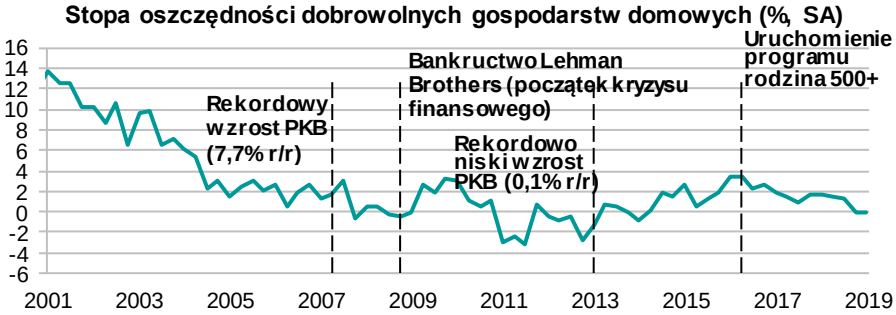


Źródło: GUS, Credit Agricole

W tym celu zbudowaliśmy dwa modele ekonometryczne. Każdy z nich objaśnia zmiany jednego ze wskaźników koniunktury konsumenckiej przedstawionych na wykresie. Zmiennymi objaśniającymi w obu modelach są stopa bezrobocia oraz realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczyn zatrudnienia i wynagrodzenia) w sektorze przedsiębiorstw. Dodatkowo, w celu przetestowania wpływu programów socjalnych na nastroje gospodarstw domowych posłużyliśmy się dwiema zmiennymi binarnymi. Jedna z nich przyjmuje wartość „1" w każdym miesiącu od momentu uruchomienia programu „Rodzina 500+" w 2016 r. Druga zmienna przyjmuje wartość „1" w miesiącach, w których rząd zapowiadał uruchomienie programu „Rodzina 500+" w 2015 r., uruchomienie programu „Dobry Start" w 2018 r. i ogłosił pakiet fiskalny w br.

Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego na poprawę nastrojów konsumenckich pozytywnie wpływa spadek stopy bezrobocia oraz szybszy wzrost funduszu płac. Należy zwrócić uwagę, że czynnikiem, który w największym stopniu przyczynił się do poprawy nastrojów od 2013 r. był wyraźny spadek stopy bezrobocia. Ponadto, parametr stojący przy zmiennej binarnej, reprezentującej okres funkcjonowania programu „Rodzina 500+" również był dodatni i statystycznie istotny. Z kolei zapowiedzi uruchomienia programów mają pozytywny, jednak statystycznie nieistotny, wpływ na nastroje gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę korelację pomiędzy wspomnianymi wskaźnikami koniunktury i realną dynamiką konsumpcji, wyniki modelowania wskazują, że uruchomienie programu „Rodzina 500+" w 2016 r. trwale podbiło tempo wzrostu spożycia prywatnego o ok. 1,1-1,2 pkt. proc. Należy zauważyć, że szacunek ten jest wrażliwy na założenia związane z horyzontem oddziaływania

programu na dynamikę konsumpcji po jego uruchomieniu. Przy założeniu krótszego okres oddziaływania szacowany wpływ byłby większy.



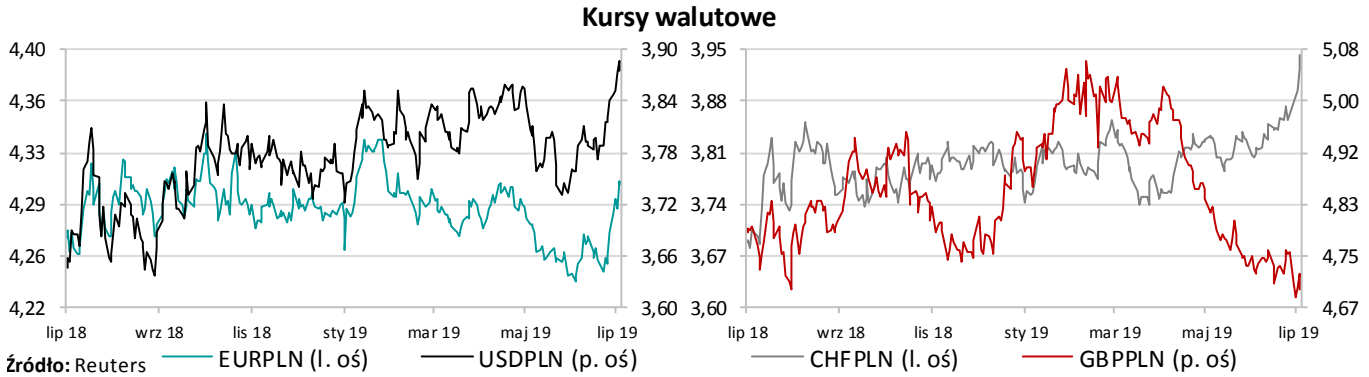
Źródło:Eurostat, Credit Agricole

Funkcjonowanie programów socjalnych jest również istotne z punktu widzenia ich wpływu na oszczędności gospodarstw domowych. Zgodnie ze statystyką rachunków narodowych oszczędności brutto gospodarstw domowych stanowią nadwyżkę dochodu do dyspozycji nad wydatkami na konsumpcję. Stopa oszczędności stanowi iloraz oszczędności i dochodu rozporządzalnego. W latach 2013-2016 można było zaobserwować wzrost stopy oszczędności dobrowolnych. Naszym zdaniem, wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy w tym okresie skłaniało konsumentów do odbudowy bufora oszczędnościowego, który uległ zmniejszeniu w okresie gorszej koniunktury. Zgodnie z teorią permanentnego dochodu, trwały wzrost dochodu gospodarstw domowych (np. ze względu na stałe miesięczne transfery socjalne) będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia bieżącej konsumpcji i spadku stopy oszczędności. Wraz z uruchomieniem programu „Rodzina 500+" widoczny jest spadek stopy oszczędności dobrowolnych, co byłoby zgodne z teorią permanentnego dochodu.

Nie udało nam się jednak zbudować modelu ekonometrycznego, który jednoznacznie potwierdziłby statystycznie istotny negatywny wpływ uruchomienia programu na stopę oszczędności. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego efekt ten był zaniedbywalny. Taki rezultat można tłumaczyć w następujący sposób. Prawdopodobnie duża cześć beneficjentów programu (tj. biedniejsze rodziny) pomimo wzrostu dochodu rozporządzalnego nadal konsumowała jego dominującą część (blisko 100%), co umożliwiło im poprawę standardu życia. W rezultacie ich stopa oszczędności nie uległa wyraźnym zmianom. Dużo większe znaczenie dla obniżenia skłonności do oszczędzania miał spadek realnych stóp procentowych odnotowany w tym okresie.

Dobra sytuacja na rynku pracy, wypłaty transferów socjalnych pozytywnie wpływające na nastroje gospodarstw domowych stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego utrzymujący się szybki wzrost konsumpcji w najbliższych kwartałach (4,3% w br. wobec 4,5 % w 2018 r.).

Umocnienie dolara po posiedzeniu FOMC



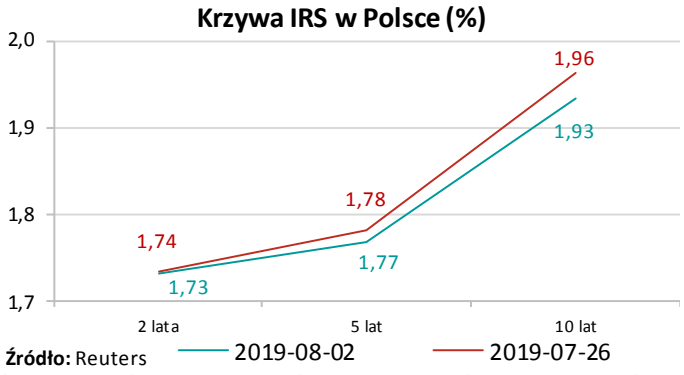
Źródło: Reuters

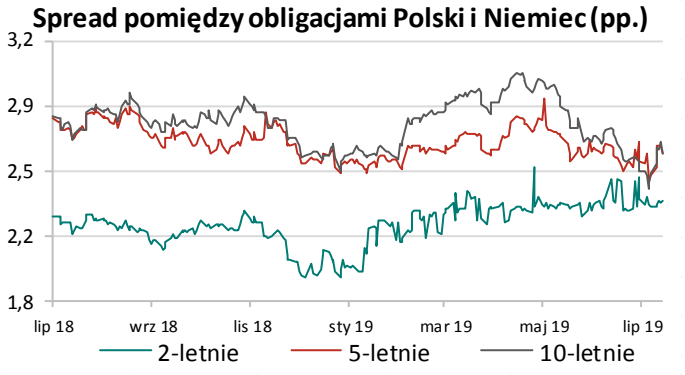
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3052 (osłabienie złotego o 0,8%). Na początku tygodnia złoty oraz inne waluty regionu nieznacznie traciły na wartości. Była to kontynuacja trendu sprzed dwóch tygodni, związanego z publikacją lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki (por. MAKROmapa z 28.07.2019). W środę obserwowane było umocnienie złotego wspierane przez publikację wyższego od konsensusu wstępnego szacunku krajowej inflacji. Wydźwięk konferencji prasowej po posiedzeniu FOMC okazał się mniej gołębi od oczekiwań, co oddziaływało w kierunku mniejszego popytu na polski dług i osłabienia złotego. W piątek doszło do nieznacznej korekty i umocnienia złotego. Piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

W ubiegłym tygodniu doszło również do umocnienia dolara względem euro w reakcji na wspomniany wyżej mniej gołębi od oczekiwań wydźwięk konferencji po posiedzeniu FOMC. Zapowiedź D. Trumpa wprowadzenia podwyższonych ceł na pozostałe towary importowane z Chin doprowadziła do częściowego odrobienia strat przez euro. Na uwagę zasługuje także utrzymujące się w ostatnich tygodniach osłabienie euro względem franka szwajcarskiego ze względu na oczekiwania inwestorów na łagodzenie polityki monetarnej przez EBC. W konsekwencji w ubiegłym tygodniu kurs CHFPLN przekroczył poziom 3,94 osiągając najwyższą wartość od kwietnia 2017 r.

W tym tygodniu istotne dla złotego mogą być dane nt. chińskiego bilansu handlowego. Nie będą miały one naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Neutralna dla złotego będzie najprawdopodobniej także publikacja indeksu ISM poza przetwórstwem w USA. Uważamy, że ze względu na ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych kurs złotego będzie w tym tygodniu kształtowany przede wszystkim przez nastroje na globalnym rynku determinowane przez oczekiwania inwestorów dotyczące przebiegu konfliktu handlowego na linii USA-Chiny.

Krajowe dane o inflacji podbiły stawki IRS





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,73 (spadek o 1pb), 5-letnie do 1,77 (spadek o 7pb), a 10-letnie do 1,93 (spadek o 3pb). Od poniedziałku do piątku mieliśmy do czynienia ze wzrostem stawek IRS na całej długości krzywej, czemu sprzyjała publikacja wyższych od konsensusu krajowych danych o inflacji, a także mniej gołębi od oczekiwań wydźwięk konferencji prasowej po posiedzeniu FOMC. W piątek doszło do korekty będącej efektem zapowiedzi D. Trumpa wprowadzenia podwyższonych ceł na pozostałe towary importowane z Chin. W reakcji na dalszą eskalację wojny handlowej na linii USA-Chiny doszło także do spadku rentowności niemieckich obligacji na całej długości krzywej. Jednocześnie po raz pierwszy w historii krzywa na odcinku do 30 lat włącznie znalazła się poniżej zera. Piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy miały ograniczony wpływ na krzywą.

Oczekujemy, że ze względu na ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych stawki IRS w tym tygodniu będą pozostawać pod wpływem nastrojów na globalnym rynku determinowanych przez oczekiwania inwestorów dotyczące przebiegu konfliktu handlowego na linii USA-Chiny. Zaplanowana na dziś publikacja indeksu ISM poza przetwórstwem w USA będzie naszym zdaniem neutralna dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19
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*	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	**4,28**
Kurs USDPLN*	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	**3,85**
Kurs CHFPLN*	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	**3,82**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	**2,5**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	**2,1**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,7	**7,5**	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,6	**0,4**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	**8,0**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	**7,1**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	**2,7**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	**5,3**	
Saldo ROB (mln EUR)	-754	-1005	-876	-405	343	-1126	2438	-718	116	720	1006	**-197**		
Eksport (r/r, %, EUR)	12,0	8,9	-1,5	13,2	8,1	1,7	5,4	9,9	7,8	10,1	13,3	**-1,1**		
Import (r/r, %, EUR)	12,4	14,0	4,2	18,1	9,2	2,2	1,6	7,8	2,6	8,5	11,2	**-0,5**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2019				2020				2018	2019	2020
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		4,7	4,5	4,4	4,2	4,2	3,9	3,7	3,5	5,1	4,4	3,8
Konsumpcja (%, r/r)		3,9	5,0	4,5	4,0	3,7	3,6	3,5	3,4	4,5	4,3	3,6
Inwestycje (%, r/r)		12,6	8,9	8,1	6,9	4,8	4,9	5,2	4,8	8,7	8,5	4,9
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		5,9	6,0	5,0	4,9	5,0	5,2	5,2	5,0	6,3	5,4	5,1
Import (ceny stałe, %, r/r)		5,0	6,2	7,5	7,2	6,9	6,7	6,2	6,3	7,1	6,5	6,5
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	2,9	2,7	2,0	2,3	2,1	2,1	1,7	2,6	2,5	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,6	1,4	1,4	1,7	0,6	0,8	1,0	1,2	1,5	1,5	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,7	0,2	-1,1	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8
Stopa bezrobocia (%)**		5,9	5,3	5,4	5,7	5,8	5,1	5,3	5,6	5,8	5,7	5,6
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,1	0,1
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		7,1	7,6	7,8	7,7	7,7	7,7	7,3	7,1	7,2	7,6	7,5
Inflacja CPI (%)*		1,2	2,4	2,4	2,4	2,9	1,9	1,8	1,6	1,6	2,1	2,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
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**		4,30	4,24	4,28	4,28	4,28	4,28	4,25	4,23	4,29	4,28	4,23
USDPLN**		3,84	3,73	3,82	3,75	3,69	3,63	3,54	3,50	3,74	3,75	3,50

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 05.08.2019 r.				
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Lipiec	53,3	53,3	53,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Lipiec	51,5	51,5	51,5
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Sierpień	-5,8		
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Lipiec	55,1	55,3	55,5
		Wtorek 06.08.2019 r.				
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	-2,2		0,5
		Środa 07.08.2019r.				
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	0,3		-0,5
		Czwartek 08.08.2019 r.				
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Lipiec	51,0		37,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	206		214
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Czerwiec	0,2		0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Czerwiec	0,1		0,2
		Piątek 09.08.2019 r.				
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	0,0		-0,1
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	2,7		2,7
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Czerwiec	18,7		

* 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.