



## W tym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu odbył się szczyt G-20.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, D. Trump podjął decyzję o wstrzymaniu wprowadzenia nowych ceł na import towarów z Chin. Jednocześnie przedstawiciele Chin i USA postanowili wznowić negocjacje dotyczące wypracowania zasad współpracy gospodarczej pomiędzy tymi krajami. Uważamy, że przyczyni się to na początku tego tygodnia do poprawy nastrojów na rynkach i spadku globalnej awersji do ryzyka. Jednocześnie oczekujemy, że wzrost prawdopodobieństwa osiągnięcia porozumienia na linii USA-Chiny będzie oddziaływał w kierunku osłabienia oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych w USA. W rezultacie uważamy, że ustalenia szczytu G-20 będą pozytywne dla kursu złotego, kursu dolara i rentowności polskich obligacji w tym tygodniu. Ustalenia szczytu nie zmieniają naszego średnioterminowego scenariusza dotyczącego przebiegu wojen handlowych. Naszym zdaniem jest to tylko pozorna deeskalacja konfliktu handlowego na linii USA-Chiny. Oczekujemy, że negocjacje nie przyniosą korzystnych rezultatów w perspektywie kilku miesięcy, co osłabi oczekiwania inwestorów na szybkie osiągnięcie porozumienia pomiędzy tymi krajami i będzie oddziaływało w kierunku ponownego pogorszenia nastrojów rynkowych. Uważamy, że w IV kw. br. D. Trump wprowadzi cła w wysokości 25% na wszystkie towary importowane z Chin.
- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu zostanie poruszona kwestia wyraźnego złagodzenia nastawienia FED i EBC obserwowanego w ostatnich tygodniach. Naszym zdaniem prezes NBP stwierdzi, że bardziej gołębnie nastawienie głównych banków centralnych nie zmienia perspektyw krajowej polityki pieniężnej i powtórzy on swoją opinię, zgodnie z którą stopy procentowe NBP z wysokim prawdopodobieństwem pozostaną na obecnym poziomie do końca kadencji RPP (początek 2022 r.). Wsparciem dla jego oceny będą wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP zaprezentowanej podczas konferencji w tym tygodniu. Uważamy, że zarówno ścieżki inflacji, jak i tempa wzrostu PKB zostaną zrewidowane w górę w porównaniu do marcowej prognozy. Rynki wyceniają obecnie obniżki stóp procentowych w Polsce w wysokości ok. 10 pb w horyzoncie 2 lat. Tym samym uważamy, że wydzźwięk konferencji prasowej, na której A. Głapiński podtrzyma swoje stanowisko o prawdopodobnej stabilizacji stóp procentowych w średnim okresie, a także wyniki lipcowej projekcji makroekonomicznej będą lekko pozytywne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 155 tys. osób w czerwcu wobec 75 tys. w maju, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,6%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 150 tys. w czerwcu wobec 27 tys. w maju). Dzisiaj opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zmniejszy się do 51,0 pkt. w czerwcu wobec 52,1 pkt. w maju. Nieznaczny spadek indeksu sygnalizowany był wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Uważamy, że publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.
- **Opublikowany dzisiaj indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa obniżył się w czerwcu do 49,4 pkt. wobec 50,2 pkt. w maju, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,0 pkt.).** Jednocześnie po raz pierwszy od 4 miesięcy indeks ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Obniżenie indeksu wynikało z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla zapasów. W strukturze danych na uwagę zasługuje spadek wskaźnika dla nowych zamówień, który po raz pierwszy od stycznia ukształtował się poniżej granicy 50,0 pkt. Sygnalizuje on, że działania prowadzone przez chiński

rząd mające na celu pobudzenie popytu wewnętrznego jak dotąd okazały się niewystarczające. Poniżej granicy 50,0 pkt. ukształtował się również wskaźnik dla nowych zamówień eksportowych. Zgodnie z komunikatem jego spadek był ograniczony przez zwiększone zamówienia ze strony amerykańskich firm próbujących zdążyć przed wprowadzeniem kolejnej transzy amerykańskich cel zaplanowanej na lipiec. Na utrzymujący się spadek aktywności w chińskim przetwórstwie wskazał również opublikowany w ubiegły weekend indeks CFLP PMI, który w czerwcu nie zmienił się w porównaniu do maja i wyniósł 49,4 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku 49,6 pkt. Podtrzymujemy naszą prognozę dla 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.

 **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w czerwcu do 48,4 pkt. wobec 48,8 pkt. w maju, kształtując się poniżej naszej prognozy (49,0 pkt.) i oczekiwań rynku (48,9 pkt.).** Tym samym już ósmy miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Do zmniejszenia indeksu PMI przyczyniły się niższe wkłady składowych dla nowych zamówień i bieżącej produkcji. Warto zwrócić uwagę, że tempo spadku zamówień eksportowych spowolniło w czerwcu, co oznacza, że za szybszy spadek zamówień ogółem odpowiadało osłabienie popytu krajowego. Tym samym czerwcowe wyniki badań zasygnalizowały odmienne tendencje w porównaniu do danych zebranymi w ciągu pierwszych pięciu miesięcy 2019 r., kiedy całkowita liczba nowych zamówień spadała wolniej niż zamówienia eksportowe. Jest to spójne z odnotowaną w czerwcu poprawą koniunktury w niemieckim przetwórstwie (por. MAKROMAPA z 24.06.2019). Słabszy popyt przyczynił się do wzrostu zapasów wyrobów gotowych w najszybszym tempie od lutego 1999 r. Oprócz spadku produkcji i zamówień, pesymistyczne tendencje dotyczące polskiego przetwórstwa znalazły odzwierciedlenie również w spadku Wskaźnika Oczekiwanej Produkcji (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) do najniższego poziomu od grudnia 2012 r. Optymistycznym sygnałem płynącym z badania jest natomiast pierwszy od stycznia br. nieznaczny wzrost zatrudnienia. Średnia wartość indeksu PMI w okresie kwiecień-czerwiec zwiększyła się do 48,8 pkt. wobec 48,2 pkt. w I kw. Czerwcowy indeks PMI, w połączeniu z majowymi danymi o produkcji budowlano-montażowej sygnalizują lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w II kw. (5,0% r/r wobec 4,7% w I kw. ).

## W zeszłym tygodniu



 **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 2,6% r/r wobec 2,4% w maju, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej oczekiwań rynku (2,4%).** Tym samym inflacja przekroczyła cel inflacyjny NBP (2,5% ± 1 pkt. proc.) i ukształtowała się na najwyższym poziomie od listopada 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 (5,7% r/r w czerwcu wobec 5,0% w maju) oraz inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w czerwcu do 1,9-2,0% r/r wobec 1,7% w maju. Przeciwny wpływ miały niższe dynamiki cen paliw (3,1% r/r w czerwcu wobec 4,1% w maju) oraz nośników energii (-1,0% r/r w czerwcu wobec -0,8% w maju). W naszej ocenie do wyraźnego zwiększenia dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych w największym stopniu przyczynił się znaczący wzrost dynamiki cen wieprzowiny będący efektem silnego spadku światowej podaży tego gatunku mięsa ze względu na rozprzestrzeniające się ASF

w Chinach (por. AGROmapa z 19.06.2019). Wstępne dane o inflacji stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja zwiększy się w III kw. do 2,6% r/r wobec 2,4% w II kw., a w całym 2019 r. wyniesie 2,2% r/r wobec 1,6% w 2018 r. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 15 lipca.

✔ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce obniżyła się w maju do 7,3% r/r wobec 13,6% w kwietniu.** W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna zwiększyła się w maju o 5,6% r/r wobec wzrostu o 11,9% w kwietniu. Silne obniżenie realnej dynamiki sprzedaży detalicznej wynikało przede wszystkim z niższej dynamiki sprzedaży w kategoriach "żywność, napoje i wyroby tytoniowe" oraz "sprzedaż detaliczna w niewyspecjalizowanych sklepach", co w znacznym stopniu było skutkiem niekorzystnego efektu statystycznego w postaci odmiennego układu świąt Wielkiejnocy w latach 2018-2019 (por. MAKROpuls z 24.06.2019). W kierunku zmniejszenia dynamiki sprzedaży detalicznej oddziaływał również spadek sprzedaży w kategorii "włókno, odzież, obuwie" związany z późniejszymi zakupami odzieży i obuwia z kolekcji letniej ze względu na wyjątkowo chłodny maj. Uważamy, że sprzedaż detaliczna ogółem w maju mogła być również osłabiona przez efekt „długiego weekendu”. Układ dni świątecznych w maju br. sprzyjał dłuższym urlopom, co najprawdopodobniej ograniczyło obroty w handlu detalicznym. Dynamika sprzedaży detalicznej w maju ukształtowała się zgodnie ze średniookresowym trendem (po wyłączeniu zaburzeń związanych ze świętami Wielkanocnymi). W najbliższych miesiącach oczekujemy utrzymania się wysokiego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej wspieranego przez bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, optymizm konsumentów oraz wypłaty transferów socjalnych. Tym samym dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu konsumpcji w II kw. (5,0% r/r wobec 3,9% w I kw.).

✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Zgodnie z trzecim szacunkiem PKB sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. br. wyniosło 3,1% i było zgodne z drugim szacunkiem. Nieznacznie zrewidowana została natomiast struktura wzrostu. Podniesione zostały szacunki wkładów inwestycji (0,53 pp. w trzecim szacunku wobec 0,18 pp. w drugim szacunku) oraz wydatków rządowych (0,48 pp. wobec 0,42 pp.). W dół zrewidowano natomiast wkłady konsumpcji (0,62 pp. wobec 0,90 pp.), zapasów (0,55 pp. wobec 0,60 pp.) oraz eksportu netto (0,94 pp. wobec 0,96 pp.). Trzeci szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. br. była konsumpcja. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w maju o 1,3% m/m wobec spadku o 2,8% w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,0%). Bez uwzględnienia środków transportu dynamika zamówień na dobra trwałe wzrosła w maju do 0,3% wobec -0,1% w kwietniu. Roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty zwiększyła się w maju do 1,3% r/r wobec 1,2% w kwietniu. Niemniej kształtuje się ona nadal wyraźnie poniżej swojej średniej wartości w I kw. (3,5%), co wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo obniżenia dynamiki inwestycji w II kw. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. sprzedaży nowych domów (626 tys. w maju wobec 679 tys. w kwietniu), które wskazały na kontynuację spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Indeks Conference Board obniżył się w czerwcu do 121,5 pkt. wobec 131,3 pkt. w maju, co było znacząco poniżej oczekiwań rynku (131,2 pkt.). Jednocześnie indeks ukształtował się na najniższym poziomie od września 2017 r. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań, najprawdopodobniej związanego z obawami konsumentów o wpływ eskalacji wojny handlowej na linię USA-Chiny na gospodarkę. Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał także finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w czerwcu do 98,2 pkt. wobec 100,0 pkt. w maju oraz 97,9 pkt. we wstępnym szacunku. Jego spadek wynikał z obniżenia składowej dla oczekiwań podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w 2019 r. do 2,0% wobec 2,9%

2018 r.

-  **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 1,2% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami rynku równymi naszej prognozie.** Na stabilizację inflacji złożyły się spadek dynamiki cen nośników energii (1,6% r/r w czerwcu wobec 3,8% w maju) oraz wzrost dynamiki cen usług (1,6% r/r w czerwcu wobec 1,0% w maju). 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 zrewidowanego w dół scenariusza, zakładającego rozluźnienie polityki monetarnej przez EBC (patrz poniżej).
-  **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny, obniżył się w czerwcu do 97,4 pkt. wobec 97,9 pkt. w maju, co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (97,4 pkt).** Jednocześnie indeks ukształtował się na najniższym poziomie od listopada 2014 r. Na spadek indeksu złożyły się obniżenie jego składowej dla oczekiwań oraz wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w 3 z 4 analizowanych działów (przetwórstwie, budownictwie i usługach), podczas gdy sytuacja w handlu poprawiła się. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech zmniejszy się w II kw. do 0,2% wobec 0,4% w I kw.

## EBC uruchomi kolejny program luzowania ilościowego

Dwa tygodnie temu odbyło się forum EBC w Sincrze nt. bankowości centralnej, na którym prezes EBC M. Draghi wygłosił przemówienie istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej w strefie euro. W swoim wystąpieniu M. Draghi zaznaczył, że w przypadku braku perspektyw powrotu inflacji do celu inflacyjnego EBC (poniżej ale blisko 2%) konieczne będzie zastosowanie stymulacji monetarnej. Należy zwrócić uwagę, że ocena warunków gospodarczych przez prezesa EBC nie uległa znaczącemu pogorszeniu w stosunku do tej przedstawionej po czerwcowym posiedzeniu banku centralnego i zaprezentowanej wówczas projekcji makroekonomicznej. Jednak tym razem, podczas wystąpienia, położył on nacisk na gotowość EBC do dalszego złagodzenia polityki pieniężnej z użyciem wszystkich dostępnych narzędzi.

Podczas wystąpienia w Sincrze M. Draghi zaznaczył, że obniżki stóp procentowych oraz program skupu aktywów (QE) pozostają wśród dostępnych narzędzi polityki pieniężnej EBC. Dotychczas niektórzy inwestorzy uważali, że pole manewru EBC w ramach zastosowania wspomnianych instrumentów jest ograniczone. W przypadku luzowania ilościowego barierą do dalszego prowadzenia (czy też ponownego uruchomienia) programu był limit dotyczący maksymalnej wartości obligacji poszczególnych krajów strefy euro możliwej do skupienia przez EBC. Limit ten został ustalony przez EBC na poziomie 33% wartości dostępnych papierów dłużnych w danym kraju i miał zapobiec zaburzeniom w funkcjonowaniu rynku obligacji (np. „wyschnięcia” płynności) wynikających z interwencji banku centralnego. W niektórych krajach strefy euro (m.in. Niemcy, Słowacja, Litwa) wartość obligacji w posiadaniu EBC znajduje się na granicy wspomnianego limitu, co w praktyce uniemożliwiłoby przeprowadzenie kolejnej rundy luzowania ilościowego. Dwa tygodnie temu, M. Draghi oraz członek Zarządu EBC B. Cœuré zwrócili uwagę, że limit ten może zostać podniesiony, sugerując nie wprost – odwołując się do odsetka skupionych przez EBC obligacji emitowanych przez organizacje ponadnarodowe – nowy pułap na poziomie 50%. Szacujemy, że jeśli limit dla skupu obligacji poszczególnych krajów zostałby podniesiony do 50%, pozwoliłoby to EBC na prowadzenie programu luzowania ilościowego o miesięcznej skali zakupów równej 45 mld EUR przez ok. 2,5 roku.

W kontekście ujemnych stóp procentowych, głównym argumentem przeciwko ich dalszemu obniżaniu był głównie ich negatywny wpływ na wynik sektora bankowego i funkcję pośredniczącą banków. Dwa tygodnie temu, B. Cœuré zaznaczył jednak, że EBC przeanalizuje wspomniane kanały oddziaływania i zastanowi się czy potrzebne jest wprowadzenie rozwiązania polegającego na zróżnicowaniu (*tiering*) poziomu oprocentowania (względem ujemnej stopy depozytowej), jakim obciążane są banki komercyjne przy lokowaniu środków w banku centralnym. Wprowadzenie takiego mechanizmu umożliwiłoby zatem EBC kolejne obniżki stóp procentowych.

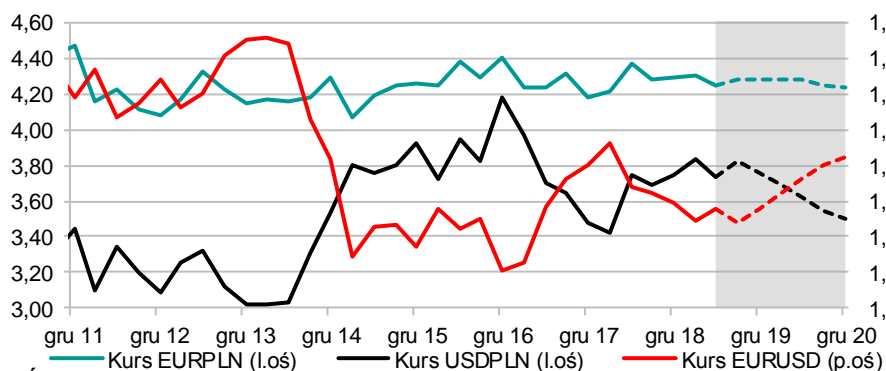


Źródło: Credit Agricole

komercyjnym długoterminowych pożyczek mających na celu pobudzenie akcji kredytowej. Oprocentowanie pożyczek jest wyznaczone jako stopa depozytowa powiększona o 10pb, czyli obecnie -0,30%. Uważamy, że we wrześniu EBC podejmie decyzję o zrównaniu oprocentowania pożyczek ze stopą depozytową. Ponadto, oczekujemy, że EBC zadecyduje 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. Uważamy, że ze względu na utrzymującą się niepewność dotyczącą perspektyw wzrostu gospodarczego nasilaną dodatkowo przez eskalację wojen handlowych EBC nie zdecyduje się na złagodzenie polityki pieniężnej już na lipcowym posiedzeniu i poczeka do września. Wówczas będą znane również wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej.

Uważamy, że na razie EBC nie skorzysta z rozwiązania polegającego na zróżnicowaniu poziomu oprocentowania (względem ujemnej stopy depozytowej), jakim obciążane są banki komercyjne przy lokowaniu środków w banku centralnym. Uważamy, że zastosowanie takiego narzędzia miałyby ograniczony wpływ na kapitały banków i akcję kredytową. Zatem takie rozwiązanie oddziaływałoby na warunki makroekonomiczne głównie poprzez kanał sygnalizacji polityki pieniężnej („niskie/nizsze stopy procentowe przez dłuższy czas”). Należy jednak zwrócić uwagę, że podobny rezultat EBC może osiągnąć przez odpowiednią modyfikację *forward guidance*. Bez implementacji takiego rozwiązania, mającego na celu złagodzenie ewentualnych efektów ubocznych dla funkcji pośredniczącej banków komercyjnych mało prawdopodobna jest również obniżka stóp procentowych w strefie euro. Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko, że EBC może sięgnąć po te instrumenty w przypadku znaczącego pogorszenia się koniunktury w strefie euro.

Wypowiedzi przedstawicieli EBC skłoniły nas do zrewidowania naszego scenariusza dotyczącego perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro. Uważamy, że we wrześniu EBC zdecyduje się na złagodzenie obowiązujących warunków trzeciej rundy programu TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*). Program TLTRO polega na udzielaniu bankom



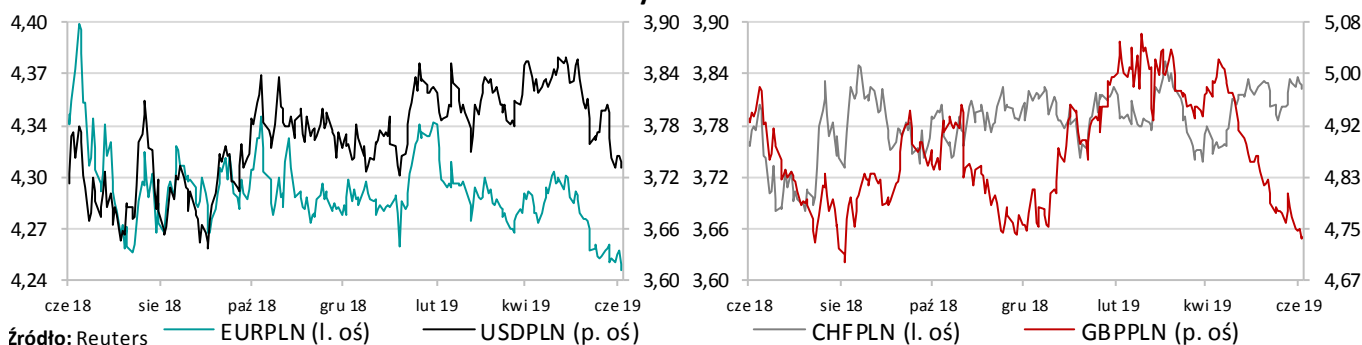
Źródło: Reuters, Credit Agricole

prognozę kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) oczekujemy, że kurs USDPLN zmniejszy się do 3,75 na koniec br. i 3,50 na koniec 2020 r. Zrewidowany scenariusz polityki pieniężnej EBC stanowi wsparcie dla naszego scenariusza stabilizacji stóp procentowych NBP co najmniej do końca 2020 r.

Jednocześnie podtrzymujemy nasz scenariusz dla kształtowania się kursu EURUSD (1,14 na koniec 2019 r. i 1,21 na koniec 2020 r.). Negatywny wpływ ewentualnego łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro na kurs EURUSD zostanie w naszej ocenie z nawiązką skompensowany przez ekspansywną politykę monetarną FED. Biorąc pod uwagę naszą

## Ustalenia szczytu G-20 pozytywne dla złotego

### Kursy walutowe



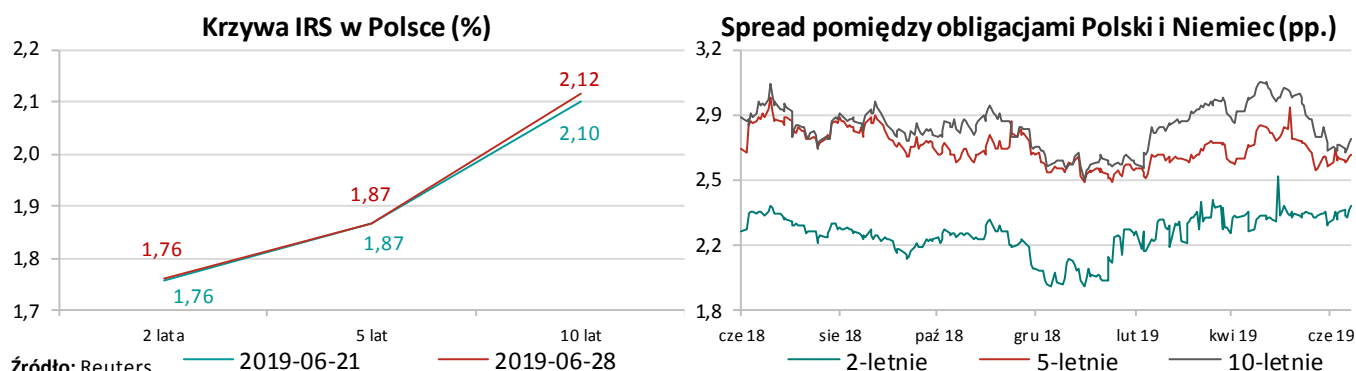
Źródło: Reuters

**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2455 (umocnienie złotego o 0,2%).** W poniedziałek i we wtorek kurs polskiej waluty charakteryzował się niską zmiennością. W środę doszło do osłabienia złotego w ślad za mniej gołębimi wypowiedziami przedstawicieli Rezerwy Federalnej. Prezes J. Powell powiedział, że FED zastanawia się, czy obecne czynniki ryzyka dla gospodarki uzasadniają obniżkę stóp procentowych. Z kolei prezes oddziału FED w St. Louis J. Bullard wyraził pogląd, zgodnie z którym choć widzi potrzebę łagodzenia polityki pieniężnej w USA nie sądzi aby na lipcowym posiedzeniu uzasadniona była obniżka stóp o 50pb. W czwartek doszło natomiast do umocnienia złotego w reakcji na doniesienia medialne o osiągnięciu tymczasowego porozumienia w sprawie zatrzymania eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny przed szczytem G-20. W piątek kursu EURPLN ustabilizował się.

W ubiegłym tygodniu na szczególną uwagę zasługuje także kontynuacja wzrostu kursu EURGBP. Dalszemu osłabieniu funta brytyjskiego względem euro sprzyjały utrzymująca się niepewność wokół kształtu przyszłego rządu w Wielkiej Brytanii po odejściu T. May, a także wypowiedź prezesa Banku Anglii, który zasugerował możliwość złagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji, gdyby Wielka Brytania wyszła z UE bez umowy.

Ubiegłotygodniowe ustalenia szczytu G-20 będą w naszej ocenie sprzyjać obniżeniu światowej awersji do ryzyka, a tym samym są one pozytywne dla złotego. Jednocześnie opublikowane dzisiaj rano wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie są lekko negatywne dla kursu złotego. Zaplanowane na ten tydzień posiedzenie RPP może być lekko pozytywne dla złotego. Z kolei publikacje danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek.

## Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie i 5-letnie stawki IRS nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły odpowiednio 1,76 i 1,87, podczas gdy 10-letnie zwiększyły się do 2,12 (wzrost o 2pb).** Na początku tygodnia obserwowany był spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W środę doszło do odwrócenia trendu w reakcji na mniej gołębnie od oczekiwania wypowiedzi przedstawicieli FED (patrz powyżej). W czwartek Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję zamiany długu, na której odkupiło papiery zapadające w 2019 r. i 2020 r. i sprzedało obligacje o 2-, 5-, 9- i 10-letnich terminach zapadalności za 4,6 mld zł przy popycie równym 6,7 mld zł. Udana aukcja nie zatrzymała jednak dalszego zwiększenia stawek IRS. Piątkowe wyższe od oczekiwania dane o krajowej inflacji doprowadziły do wzrostu stawek IRS oraz wzrostu spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami.

Ubiegłotygodniowe ustalenia szczytu G-20 mogą oddziaływać na początku tego tygodnia w kierunku wzrostu stawek IRS. Opublikowany dzisiaj rano indeks PMI dla polskiego przetwórstwa jest naszym zdaniem lekko negatywny dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP. Uważamy, że może ono przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Neutralne dla krzywej będą natomiast zaplanowane na ten tydzień publikacje dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa)

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 18	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
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*	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,25	4,26
Kurs USDPLN*	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,76
Kurs CHFPLN*	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,83	3,80
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,8	1,8
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	2,0	2,0
Inflacja PPI (r/r, %)	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	1,2	1,2
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	6,0	6,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	7,2	7,2
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,2	5,2
Saldo ROB (mln EUR)	192	-754	-1005	-876	-482	-29	-1248	1825	-342	533	718	572	572	572
Eksport (r/r, % EUR)	7,7	12,0	8,9	-1,5	13,2	7,6	2,3	5,0	10,0	7,9	10,3	9,0	9,0	9,0
Import (r/r, % EUR)	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	7,8	1,4	8,7	7,3	7,3	7,3

\* 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	5,0	4,6	4,6	4,2	3,8	3,7	3,4	5,1	4,7	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	3,9	5,0	4,4	4,0	3,7	3,6	3,5	3,4	4,5	4,3	3,6	
Inwestycje (% r/r)	12,6	10,8	8,1	6,6	4,8	4,9	5,2	4,8	8,7	8,8	4,9	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,9	5,3	6,0	6,0	5,4	5,4	5,4	6,3	6,3	5,8	5,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	5,0	7,2	8,3	7,7	6,9	6,7	6,2	6,3	7,1	7,1	6,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	2,9	2,6	2,0	2,3	2,1	2,1	1,7	2,6	2,5	2,0
	Inwestycje (pp.)	1,6	1,7	1,5	1,6	0,6	0,8	1,0	1,2	1,5	1,7	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,7	-0,8	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	0,2	-0,2	-0,5	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	-0,7	-0,6	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,2	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	2,6	2,6	3,0	2,0	1,5	1,5	1,6	2,2	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	4,25	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 01.07.2019r.</b>						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	50,2	50,4	50,0
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>48,8</b>	<b>49,0</b>	<b>48,9</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	45,4	45,4	45,4
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	4,7		4,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	47,8	47,8	47,8
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Maj	7,6		7,6
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	50,1	50,1	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	52,1	51,0	51,0
<b>Wtorek 02.07.2019r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	2,6		1,6
<b>Środa 03.07.2019r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Lipiec</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Czerwiec	53,4	53,4	53,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Czerwiec	52,1	52,1	52,1
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Czerwiec	27		140
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	-0,8	-0,6	-0,5
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Czerwiec	56,9	56,4	56,1
<b>Czwartek 04.07.2019r.</b>						
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	-0,4		0,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	227		220
<b>Piątek 05.07.2019r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	0,3		-0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	3,6	3,6	3,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Czerwiec	75	155	158

\* 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