

## W tym tygodniu

- ✔ **W środę i czwartek prezes FED J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Inwestorzy będą uważnie śledzić wypowiedzi J. Powella dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz stóp procentowych. Naszym zdaniem prezes FED zwróci uwagę na niską presję inflacyjną i niepewność dotyczącą perspektyw makroekonomicznych oraz podkreśli, że taka sytuacja gospodarcza uzasadnia złagodzenie polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Nie poda on jednak konkretnego terminu obniżki stóp procentowych (lipiec czy wrzesień br.). Rynki wyceniają obecnie złagodzenie polityki pieniężnej na lipcowym posiedzeniu o co najmniej 25 pb. Podczas wystąpień J. Powella możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych. W środę wieczorem opublikowane zostaną również *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC, jednak uważamy, że nie spotka się ona ze znaczącą reakcją rynków finansowych. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w tym roku FED dokona dwóch obniżek stóp procentowych po 25 pb (w lipcu i we wrześniu) antycypujących pogorszenie koniunktury w 2020 r. Dostrzegamy ryzyko, że w przypadku ewentualnej, wyraźnej poprawy perspektyw makroekonomicznych, sygnalizowanej przez informacje napływające przez lipcowym posiedzeniem, FOMC wstrzyma się z złagodzeniem polityki pieniężnej do września br.
- ✔ **W czwartek poznamy dane o inflacji w USA.** Prognozujemy, że inflacja CPI zmniejszyła się do 1,6% r/r w czerwcu z 1,8% w maju, przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 2,0% r/r. Oczekujemy, że publikacja danych o inflacji nie zmieni istotnie oczekiwań rynkowych dotyczących perspektyw polityki pieniężnej w USA, a tym samym będzie ona neutralna dla rynków finansowych.
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Rynek oczekuje, że saldo bilansu zwiększyło się do 45,0 mld USD w czerwcu wobec 41,7 mld USD w maju. Zgodnie z konsensusem tempo wzrostu eksportu zmniejszyło się do -2,0% r/r w czerwcu z 1,1% w maju, a dynamika importu zwiększyła się do -3,0% r/r z -8,5% w maju. Uważamy, że publikacja danych o chińskim bilansie handlowym znajdzie się w cieniu trwających obecnie negocjacji handlowych pomiędzy USA i Chinami, a tym samym będzie ona neutralna dla rynków finansowych.
- ✔ **Dzisiaj rano poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 0,3% m/m wobec spadku o 0,2% w kwietniu, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Wzrost jej miesięcznej dynamiki wynikał ze zwiększenia dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz energetyce, podczas gdy przeciwny efekt miał spadek dynamiki produkcji w budownictwie. Dzisiaj rano opublikowane zostały również dane nt. bilansu handlowego, zgodnie z którymi dynamika eksportu zwiększyła się w maju do 1,1% m/m wobec -3,4% w kwietniu, a dynamika importu do -0,5% wobec -0,9% przy oczekiwaniami równych odpowiednio 0,5% i 0,3%. W konsekwencji nadwyżka handlowa wzrosła w maju do 18,7 mld EUR wobec 16,9 mld EUR w kwietniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy z kolei dane nt. zamówień w niemieckim przetwórstwie, które obniżyły się w maju o 2,2% m/m wobec wzrostu o 0,4% w kwietniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (spadek o 0,2%). Spadek zamówień wynikał z niższych zamówień eksportowych, podczas gdy przeciwny wpływ miał nieznaczny wzrost zamówień krajowych. W przypadku zamówień zagranicznych spadek odnotowano zarówno w przypadku zamówień z pozostałych krajów strefy euro jak również z krajów spoza obszaru wspólnej waluty. Dane z niemieckiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech obniży się w II kw. do 0,2% wobec 0,4% w I kw. Oczekujemy, że w całym 2019 r. tempo niemieckiego wzrostu gospodarczego zmniejszy się do 0,7% r/r wobec 1,5% w 2018 r.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się w czerwcu o 224 tys. wobec wzrostu o 72 tys. w maju (rewizja w dół z 75 tys.), co było znacząco powyżej konsensusu rynkowego (wzrost o 160 tys.). Największy wzrost liczby etatów odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+61,0 tys.), usługach biznesowych (+51,0 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+33,0 tys.). Spadek zatrudnienia miał miejsce w handlu detalicznym (-7,6 tys.) oraz górnictwie i wycince drzew (-5,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w czerwcu do 3,7% wobec 3,6% w maju, kształtując powyżej oczekiwań rynku (3,6%) oraz wyraźnie poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,2%, por. MAKROmapa z 24.06.2019). Wzrost stopy bezrobocia w znacznym stopniu wynikał ze zwiększenia współczynnika aktywności zawodowej (62,9% w czerwcu wobec 62,8% w maju). Innymi słowy część osób, która do tej pory była bierna zawodowo, weszła w czerwcu na rynek pracy lecz nadal nie znalazła zatrudnienia. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 3,1%, co wskazuje na utrzymującą się niską presję płacową w amerykańskiej gospodarce. Publikacja lepszych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA doprowadziła do umocnienia dolara względem euro. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa obniżył się w czerwcu do 51,7 pkt. wobec 52,1 pkt. w maju. Choć wskaźnik okazał się lepszy od oczekiwań rynku (51,0 pkt.), to ukształtował się on na najniższym poziomie od października 2016 r. Obniżenie indeksu wynikało z niższych wkładów jego składowych dla nowych zamówień, czasu dostaw i zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji i zatrudnienia. Spadek odnotował także indeks ISM poza przetwórstwem (55,1 pkt. w czerwcu wobec 56,9 pkt. w maju). Był on efektem z niższych wkładów składowych dla zatrudnienia, aktywności biznesowej oraz nowych zamówień. Przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowy dla czasu dostaw. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w II kw. do 1,9% wobec 3,1% w I kw., a w całym 2019 r. spadnie do 2,5% wobec 2,9% w 2018 r.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Rada odnotowała również, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Na konferencji prasowej zaprezentowane zostały najnowsze wyniki projekcji NBP. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami przewidywana w lipcowej projekcji NBP ścieżka inflacji w latach 2019-2020 została zrewidowana w górę w porównaniu do marcowej projekcji. Wynika z niej, że inflacja w latach 2019-2021 będzie kształtować się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego RPP. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w projekcji lipcowej utrzymana została spadkowa trajektoria tempa wzrostu PKB w kolejnych latach, aczkolwiek została ona zrewidowana w górę (por. MAKROpuls z 03.07.2019). Na konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP A. Głapiński zaznaczył, że najnowsza projekcja wspiera politykę utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie i jego zdaniem pozostaną one stabilne do końca 2021 r. W odniesieniu do wyraźnej zmiany nastawienia głównych banków centralnych na bardziej łagodne, prezes NBP stwierdził, że RPP była na nią przygotowana. Podkreślił jednocześnie, że w Polsce istnieje przestrzeń do oddziaływania na sytuację makroekonomiczną zarówno w polityce

pieniężnej, jak i fiskalnej gdyby to było potrzebne. Wypowiedzi A. Glapińskiego oraz wyniki lipcowej projekcji inflacji stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmieniają się co najmniej do końca 2020 r.

✔ **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 zebranych 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. ).

✔ **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 ograniczany przez zwiększone zamówienia ze strony amerykańskich firm próbujących zdążyć przed wprowadzeniem kolejnej transzy amerykańskich ceł zaplanowanej na lipiec. Na utrzymujący się spadek aktywności w chińskim przetwórstwie wskazał również opublikowany dwa tygodnie temu 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.

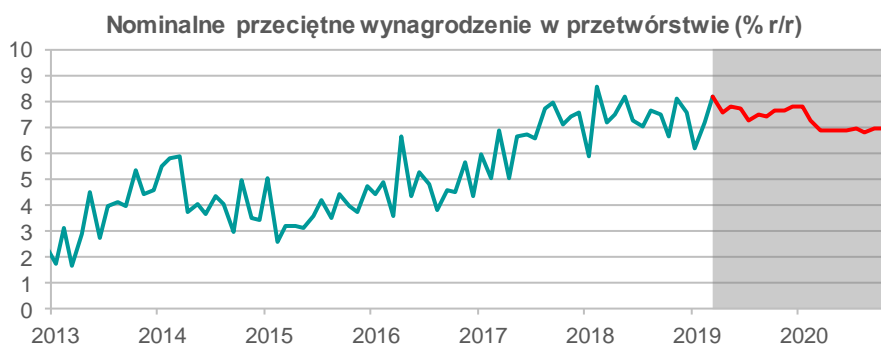
 **Rosnąca inflacja nie napompuje dynamiki wynagrodzeń**

W ostatnich tygodniach w mediach często omawiana jest tematyka szybko – w percepcji konsumentów – rosnących cen w Polsce. Temat odczuwanych przez gospodarstwa domowe podwyżek cen został również poruszony w czasie ubiegłotygodniowej konferencji RPP. Zdaniem prezesa NBP nie stanowią one zagrożenia dla stabilności cen i nie wymagają reakcji ze strony banku centralnego. Poniżej przeanalizowaliśmy w jaki sposób odnotowany w ostatnich miesiącach wzrost inflacji oddziaływał w kierunku nasilenia oczekiwań inflacyjnych Polaków i zwiększenia presji na wzrost wynagrodzeń.

Zgodnie z badaniami NBP, oczekiwania inflacyjne polskich konsumentów kształtowane są w dominującym stopniu pod wpływem bieżącej inflacji. Na ich oczekiwania w niewielkim stopniu oddziałuje natomiast cel inflacyjny banku centralnego. Ponadto, badania sugerują, iż dominującym czynnikiem, który wpływa na oczekiwania inflacyjne jest tempo zmian cen najczęściej kupowanych towarów przez gospodarstwa domowe (np. żywności), a nie inflacja ogółem. Takie uwarunkowania znajdują odzwierciedlenie w obecnej sytuacji cenowej. Inflacja ogółem kształtuje się na umiarkowanym poziomie. W czerwcu osiągnęła ona poziom 2,6% r/r, a więc zbliżony do celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1 pkt. proc.). Z kolei percepcja gospodarstw domowych w zakresie procesów cenowych jest obecnie kształtowana głównie przez szybki wzrost cen żywności (5,7% r/r w czerwcu), a w szczególności niektórych jej reprezentantów, np. cen warzyw (22,6% r/r w maju) czy cen wieprzowiny (12,1% r/r).

W warunkach obserwowanego obecnie niskiego bezrobocia pracownicy mogą wywierać presję płacową (żądanie podwyżek) na pracodawcę w reakcji na rosnące ceny. Biorąc pod uwagę, że od stycznia br. inflacja ogółem zwiększyła się prawie o 2 pkt. proc., a roczna dynamika cen żywności w analogicznym okresie wzrosła prawie o 5 pkt. proc., zbadaliśmy, czy wzrost cen konsumpcyjnych przyczynił się do szybszego wzrostu nominalnych wynagrodzeń. W celu wyodrębnienia tego efektu zbudowaliśmy model ekonometryczny, opisujący zależność dynamiki płac w przedsiębiorstwach przetwórstwa przemysłowego od trzech czynników - wzrostu wydajności pracy (wpływ długookresowy), odchylenia stopy bezrobocia od trendu stanowiącego przybliżenie bezrobocia równowagi (czynnik krótkookresowy, związany z fazą cyklu koniunktury) oraz bieżącej inflacji. Jako miarę inflacji przyjęliśmy roczną dynamikę cen żywności i paliw. Towary te stanowią istotną część wydatków konsumentów (ok. 30%) i są nabywane stosunkowo często. W konsekwencji zmiany ich cen wpływają relatywnie silnie na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Testowaliśmy również specyfikację modelu, w którym zmiany cen reprezentowane były wskaźnikiem inflacji CPI, jednakże charakteryzował się on gorszymi własnościami predykcyjnymi.

Wyniki modelowania potwierdziły statystycznie istotny, dodatni wpływ dynamiki cen żywności i paliw na tempo wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym. Wzrost rocznego wskaźnika inflacji paliw i żywności o 1 pkt. proc. oddziałuje w kierunku wzrostu dynamiki wynagrodzeń o 0,3 pkt. proc. Oznacza to, że w okresie styczeń – czerwiec br. trend wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym, mierzony ich wygładzoną roczną dynamiką, zwiększył się o ok. 1,1 pp. wyłącznie na skutek nasilenia oczekiwań inflacyjnych.



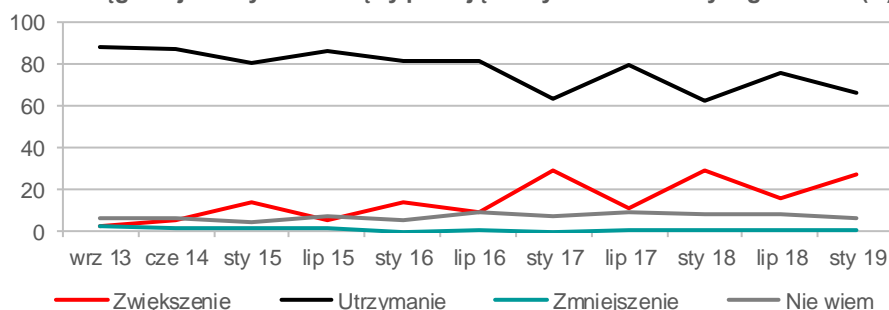
Źródło: GUS, Credit Agricole

w przetwórstwie będzie kształtowało się w przedziale 7,2-7,8% r/r. W 2020 r. wraz z wygasaniem szoków podbijających dynamikę cen żywności oraz spowolnieniem wzrostu wydajności w przetwórstwie, dynamika wynagrodzeń obniży się do średniorocznie 7,1% wobec 7,5% w 2019 r.

Oprócz determinantów uwzględnionych w modelu ekonometrycznym, głównymi czynnikami ograniczającymi wzrost wynagrodzeń w najbliższych kwartałach będą utrzymująca się niska inflacja u głównych partnerów handlowych Polski (czynnik hamujący wzrost marż w firmach sektora dóbr handlowych), wprowadzenie Pracowniczych Programów Kapitałowych (oznaczające wzrost pozapłacowych kosztów pracy), procesy restrukturyzacyjne (realizowane przez firmy inwestycje zmierzające do ograniczenia pracochłonności produkcji) oraz zapowiedziane przez rząd zniesienie ograniczenia dla rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenie emerytalne i rentowe (tzw. 30-krotność) począwszy od 2020 r.

Korzystając z oszacowanego modelu dokonaliśmy prognozy dynamiki wynagrodzeń w przetwórstwie. Prognozujemy, że do końca br. ze względu na wciąż wysoką dynamikę cen żywności oraz stabilizację dynamiki cen paliw i wydajności w przetwórstwie (jednoczesne spowolnienie wzrostu zatrudnienia i produkcji) przeciętne tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń

**Co w ciągu najbliższych miesięcy planują firmy w zakresie wynagrodzeń? (%)**



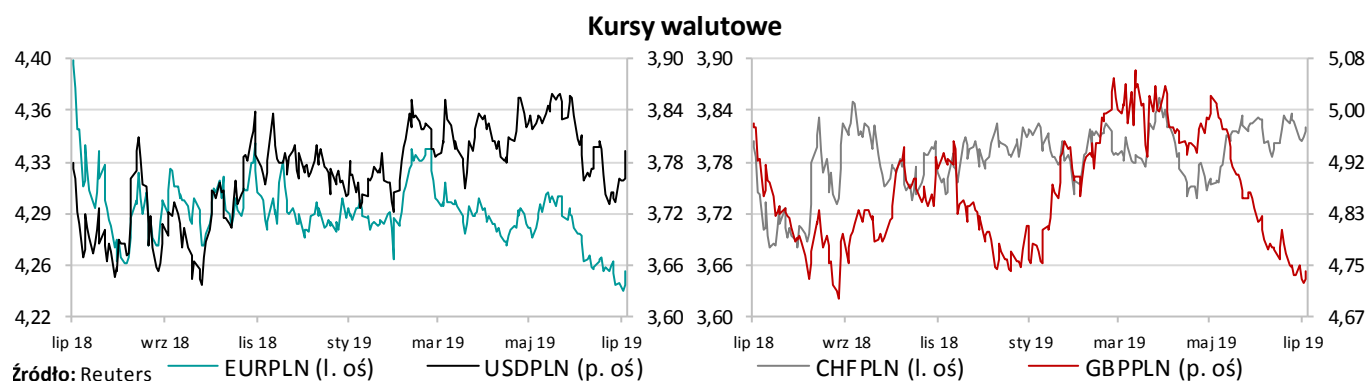
Źródło: Work Service, CA

najbliższego kwartału zamierzają podwyższyć wynagrodzenia swoim pracownikom wynosi ok. 27%. Podobne wnioski dotyczące tendencji na rynku pracy można wyciągnąć na podstawie badania NBP („Szybki Monitoring, kwiecień 2019 r.”). W II kw. obniżył się odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki. W połowie lipca poznamy kolejną edycję tego badania. Zakładamy, że wskaże ona na kontynuowanie wspomnianych tendencji.

Wyniki badań ankietowych również wskazują na ograniczony potencjał do dalszego przyspieszenia wzrostu płac. Zgodnie z badaniem „Barometr Rynku Pracy” za I kw. 2019 r., opracowywanym przez firmę Work Service, skłonność pracodawców do podwyżek jest obecnie taka sama jak w latach 2017-2018 (por. wykres). Odsetek pracodawców, którzy w okresie

Zarysowane powyżej trendy w zakresie kształtowania się płac w przetwórstwie stanowią wsparcie dla naszej prognozy dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej, zakładającej jej spadek do 7,5% w 2020 r. wobec 7,6% w 2019 r.

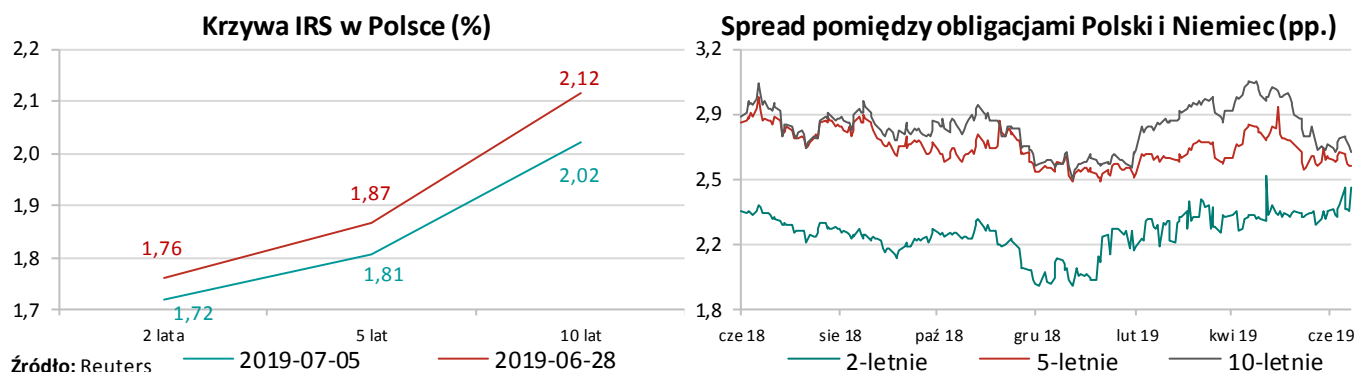
## Wystąpienia J. Powella mogą podwyższyć zmienność na rynku walutowym



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2518 (osłabienie złotego o 0,2%).** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami początek ubiegłego tygodnia przyniósł nieznaczne umocnienie złotego wynikające z obniżenia światowej awersji do ryzyka w reakcji na ustalenia szczytu G-20 (por. MAKROmapa z 01.07.2019). W dalszej części tygodnia obserwowaliśmy relatywnie niską na tle ostatnich tygodni zmienność kursu EURPLN, co związane było z ubogim kalendarzem wydarzeń makroekonomicznych, a także czwartkową nieobecnością amerykańskich inwestorów ze względu na Dzień Niepodległości w USA. Środowa konferencja po posiedzeniu RPP nie miała znaczącego wpływu na kurs polskiej waluty. W piątek rano doszło do nieznacznego osłabienia złotego w reakcji na niższe od oczekiwań dane nt. zamówień w niemieckim przemyśle. Opublikowane po południu lepsze od konsensusu dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do dalszego obniżenia kursu polskiej waluty.

Na szczególną uwagę zasługuje także ubiegłotygodniowe wyraźne osłabienie złotego względem dolara (o 1,6%). Było ono efektem odnotowanego na początku zeszłego tygodnia spadku kursu EURUSD w reakcji na wspomniane wyżej ustalenia szczytu G-20, które zmniejszyły oczekiwania na łagodzenie polityki monetarnej w USA. Pod koniec tygodnia dodatkowym czynnikiem, który doprowadził do pogłębienia spadku kursu EURUSD była publikacja lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

Opublikowane dzisiaj rano zgodne z oczekiwaniami dane o niemieckiej produkcji przemysłowej są neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą zaplanowane na środę i czwartek wystąpienia szefa Rezerwy Federalnej J. Powella przed Kongresem, który przedstawi sprawozdanie dotyczące realizacji polityki pieniężnej. Uważamy, że podczas wystąpień J. Powella możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynku walutowym. Zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC, jak również przewidziana na czwartek publikacja danych o inflacji w USA pozostaną naszym zdaniem w cieniu wystąpień J. Powella i ich wpływ na kurs złotego będzie ograniczony. Neutralna dla złotego będzie najprawdopodobniej również zaplanowana na piątek publikacja danych o chińskim bilansie handlowym.


**Sprawozdanie J. Powella przed Kongresem w centrum uwagi rynku**


**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,72 (spadek o 4pb), 5-letnie do 1,81 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 2,02 (spadek o 10pb).** Od poniedziałku do piątku obserwowaliśmy silny spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim. Czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia rentowności na rynkach bazowych oraz stawek IRS w Polsce są rosnące oczekiwania inwestorów na łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro. Środowa konferencja po posiedzeniu RPP nie miała istotnego wpływu na krzywą. W piątek doszło do częściowej korekty i wzrostu stawek IRS w reakcji na publikację lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

Dzisiejsze zgodne z oczekiwaniami dane o niemieckiej produkcji przemysłowej nie będą miały istotnego wpływu na stawki IRS. W tym tygodniu uwaga inwestorów skupiona będzie na wystąpieniach szefa FED J. Powella przed Kongresem. W efekcie podczas jego wystąpień możemy obserwować podwyższoną zmienność stawek IRS. Zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC, jak również przewidziana na czwartek publikacja danych o inflacji w USA pozostaną naszym zdaniem w cieniu wystąpień J. Powella, stąd będą one najprawdopodobniej neutralne dla rynku.

## 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	4,24	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	3,82	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
Sprzedż 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		
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		
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		

\* 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 08.07.2019r.</b>						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	-1,9		0,3
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Maj	17,0		17,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Lipiec	-3,3		0,1
<b>Środa 10.07.2019r.</b>						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	0,6	0,0	0,2
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	2,7	2,6	2,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	221		
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Maj	0,4		0,4
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Maj	-0,4		
20:00	USA	<i>Minutes</i> z posiedzenia FOMC	Czerwiec			
<b>Czwartek 11.07.2019r.</b>						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m )	Czerwiec	0,1	0,0	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Czerwiec	0,1	0,2	0,2
<b>Piątek 12.07.2019r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Czerwiec	41,7		45,0
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	-0,5		0,2

\* 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