

W tym tygodniu

- ✔ **Dzisiaj opublikowane zostały ważne dane z Chin.** Tempo wzrostu gospodarczego w Chinach obniżyło się w II kw. do 6,2% r/r wobec 6,4% w I kw. (1,6% kw/kw w II kw. wobec 1,4% w I kw.). Tym samym roczna i kwartalna dynamika PKB ukształtowały się odpowiednio poniżej (6,3% r/r) i powyżej oczekiwań rynku (1,5% r/r). Wyższe od konsensusu rynkowego okazały się natomiast miesięczne dane nt. produkcji przemysłowej (6,3% r/r w czerwcu wobec 5,0% w maju przy oczekiwaniach równych 6,3%), sprzedaży detalicznej (9,8% wobec 8,6%; 8,3%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (5,8% wobec 5,6%; 5,5%). Dane za czerwiec mogą wskazywać na pierwsze efekty stymulacji wzrostu gospodarczego prowadzonej przez chiński rząd. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Chinach w II poł. 2019 r. W konsekwencji w całym 2019 r. prognozujemy, że dynamika chińskiego PKB wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.
- ✔ **W tym tygodniu poznamy liczne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej obniżyła się do 0,1% m/m w czerwcu z 0,5% w maju z uwagi na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej oraz spadek cen paliw. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,2% m/m w czerwcu wobec 0,4% w maju, co wynikało z warunków pogodowych ograniczających produkcję w kategorii „dostarczanie mediów”. Oczekujemy, że kontynuację spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące liczby rozpoczętych budów (1268 tys. w czerwcu wobec 1269 tys. w maju) oraz nowych pozwoleń na budowę (1306 tys. wobec 1299 tys.). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w USA. Na poprawę sytuacji w przetwórstwie wskaże indeks Philadelphia FED, który w naszej ocenie zwiększył się w lipcu do 5,0 pkt. wobec 0,3 pkt. w czerwcu oraz wskaźnik NY Empire State (wzrost do 2,0 pkt. w lipcu wobec -8,6 pkt. w czerwcu). Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się do 98,5 pkt. w lipcu wobec 98,2 pkt. w czerwcu. Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
- ✔ **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Oczekujemy, że indeks zwiększył się do -20,0 pkt. w lipcu z -21,1 pkt. w czerwcu. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla złotego i cen polskich obligacji.
- ✔ **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w maju.** Oczekujemy spadku salda na rachunku obrotów bieżących do 572 mln EUR wobec 718 mln EUR w kwietniu, co będzie wynikało głównie ze zmniejszenia salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się w maju do 9,0% r/r wobec 10,3% w kwietniu, a dynamika importu obniżyła się do 7,3% r/r wobec 8,7%. Choć nasza prognoza salda na rachunku obrotów bieżących kształtuje się powyżej oczekiwań rynkowych (460 mln EUR) uważamy, że publikacja danych nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **Dzisiaj opublikowane zostaną finalne dane o czerwcowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że ukształtuje się ona zgodnie ze wstępnym szacunkiem (2,6% r/r wobec 2,4% w maju). Do wzrostu inflacji przyczyniła się naszym zdaniem wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w czerwcu do 1,9-2,0% r/r wobec 1,7% w maju. Publikacja danych nie powinna spotkać się ze znaczącą reakcją rynków.
- ✔ **W środę poznamy czerwcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 2,6% r/r w czerwcu z 2,7% w maju ze względu na efekty wysokiej bazy sprzed roku i nasilającą się barierę podażową w postaci braku wykwalifikowanych pracowników. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się naszym zdaniem do 7,2% r/r w czerwcu wobec 7,7% w maju ze

względu na przesunięcie wypłat zmiennych składników wynagrodzenia w niektórych branżach. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- ✔ **W czwartek opublikowane zostaną dane o czerwcowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, iż wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 2,0% r/r wobec 7,7% w maju. W kierunku wyraźnego zmniejszenia dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **W piątek poznamy dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem obniżyła się w czerwcu do 6,0% r/r wobec 7,3% w maju.** W kierunku jej zmniejszenia oddziaływała niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Czynnikiem stabilizującym sprzedaż były natomiast dobre nastroje gospodarstw domowych i wypłaty transferów socjalnych. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się powyżej konsensusu (4,9%), a tym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **W ubiegłym tygodniu w centrum uwagi rynku było wystąpienie szefa FED J. Powella przed Kongresem, gdzie przedstawił półroczne sprawozdanie dotyczące realizacji polityki pieniężnej w USA.** W swoim wystąpieniu zasugerował, że Rezerwa Federalna jest gotowa złagodzić politykę pieniężną w USA antycypując przyszłe pogorszenie koniunktury w warunkach utrzymującej się niskiej presji inflacyjnej i nie zamierza zwlekać z tą decyzją. Gołębia wypowiedź J. Powella doprowadziła do osłabienia dolara względem euro i spadku rentowności amerykańskich obligacji. W ubiegłym tygodniu opublikowano także *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC. Zgodnie z zapisem dyskusji wielu członków Rezerwy Federalnej uważa, że w sytuacji gdy obserwowane obecnie czynniki ryzyka dla amerykańskiej gospodarki nie ustąpią (eskalacja wojny handlowej oraz perspektywa spowolnienia wzrostu gospodarczego w warunkach utrzymującej się ograniczonej presji inflacyjnej) to w najbliższym czasie potrzebne będzie rozluźnienie polityki monetarnej. Zdaniem kilku członków FED takie działanie pomogłoby złagodzić negatywny wpływ ewentualnych przyszłych wstrząsów w amerykańskiej gospodarce. Paru członków Rezerwy Federalnej opowiedziało się za rozluźnieniem polityki pieniężnej w czerwcu, jednak część członków stwierdziła, że nie ma jeszcze wystarczających argumentów za obniżkami stóp procentowych i wolą oni poczekać na dalsze informacje napływające z amerykańskiej gospodarki. Wypowiedzi J. Powella, a także treść *Minutes* stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym tym roku FED dokona dwóch obniżek stóp procentowych w br. po 25 pb (w lipcu i we wrześniu). Dostrzegamy jednak ryzyko, że w przypadku ewentualnej, wyraźnej poprawy perspektyw makroekonomicznych, sygnalizowanej przez informacje napływające przez lipcowym posiedzeniem, FOMC wstrzyma się z łagodzeniem polityki pieniężnej do września br. Rynek wycenia obecnie obniżkę stóp procentowych o 31pb na lipcowym posiedzeniu.
- ✔ **Inflacja CPI w USA obniżyła się w czerwcu do 1,6% r/r wobec 1,8% w maju (0,1% m/m zarówno w maju jak i w czerwcu), co było zgodne z oczekiwaniami rynku.** Spadek inflacji w czerwcu wynikał z niższej dynamiki cen nośników energii oraz żywności. Przeciwny wpływ miał wzrost inflacji bazowej do 2,1% r/r w czerwcu wobec 2,0% w maju (0,3% m/m w czerwcu wobec 0,1% w maju), co było powyżej oczekiwań rynku (2,0%). Zwiększenie inflacji bazowej w czerwcu było efektem wyższej dynamiki cen m.in. w kategoriach „odzież i obuwie”, „samochody używane” oraz „meble”. Dane o inflacji są spójne z naszym scenariuszem stóp procentowych w USA (patrz powyżej).

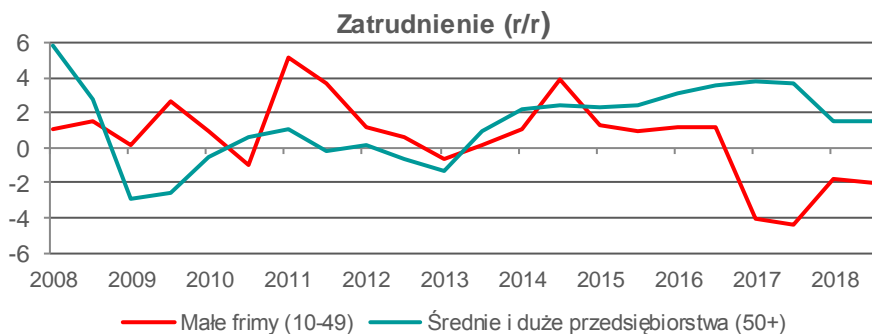
- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 0,3% m/m wobec spadku o 0,2% w kwietniu, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Wzrost jej miesięcznej dynamiki wynikał ze zwiększenia dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz energetyce, podczas gdy przeciwny efekt miał spadek dynamiki produkcji w budownictwie. W zeszłym tygodniu 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 oczekiwaniach 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. Dwa tygodnie temu 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.
- Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w czerwcu do 51,0 mld USD wobec 41,7 mld USD w maju, co było powyżej oczekiwań rynku (44,7 mld USD). Jednocześnie dynamika eksportu obniżyła się w czerwcu do 1,3% r/r wobec 1,1% w maju, podczas gdy dynamika importu wzrosła do -7,3% r/r wobec -8,5%, co było odpowiednio powyżej i poniżej konsensusu rynkowego (-2,0% i -4,5%). Niższa od oczekiwań dynamika chińskiego importu sygnalizuje utrzymujące się spowolnienie popytu wewnętrznego, mimo polityki jego stymulacji prowadzonej przez chiński rząd. 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.

Dlaczego spada zatrudnienie w małych przedsiębiorstwach?

Według danych GUS dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się do 2,7% r/r w maju wobec 2,9% w kwietniu, kształtując się poniżej naszej prognozy zgodnej z konsensem rynkowym (2,9%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło o 12,2 tys. osób. Obniżenie poziomu zatrudnienia jest zjawiskiem często występującym w maju, jednak jego tegoroczna skala była negatywnym zaskoczeniem. Sytuacja w maju wyglądała szczególnie niekorzystnie biorąc pod uwagę, że spadek zatrudnienia odnotowano również w kwietniu. Obniżenie liczby pracujących w warunkach ożywienia gospodarczego jest zjawiskiem zaskakującym. Poniżej podejmujemy próbę odpowiedzi na pytanie o przyczyny takiego stanu rzeczy.

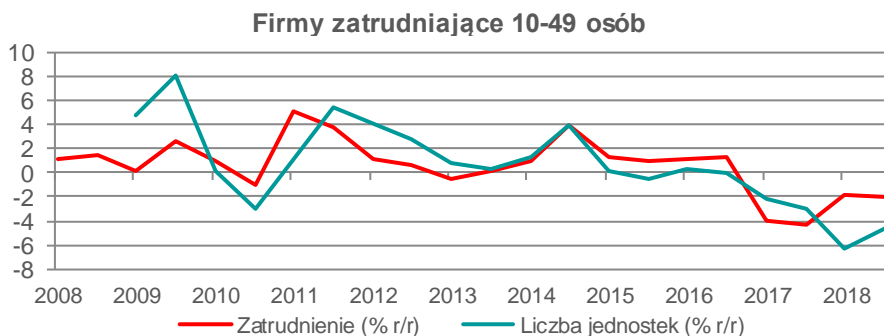
Wspomniana liczba pracujących dotyczy podmiotów zatrudniających powyżej 9 osób w ramach większości działów gospodarki. Z „sektora przedsiębiorstw” wyłączone są m.in. branża finansowa, administracja publiczna, czy edukacja. Takie ujęcie danych nie pozwala na analizę trendów zatrudnienia według różnych klas wielkości przedsiębiorstwa. W tym celu posłużyliśmy się danymi z bazy PONT Info. Informacje w tej bazie danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 wypełnianych przez przedsiębiorstwa reprezentujące poszczególne działy gospodarki. Dzięki tej bazie byliśmy w stanie prześledzić zmiany liczby pracujących w ramach firm

zatrudniających 10-49 osób (dalej: małe firmy) i co najmniej 50 osób (dalej: średnie i duże firmy). Wadą takiego rozwiązania jest brak informacji dotyczących tendencji w 2019 r. (ostania obserwacja to grudzień 2018 r.) i dostępność danych w częstotliwości półrocznej (zamiast miesięcznej).



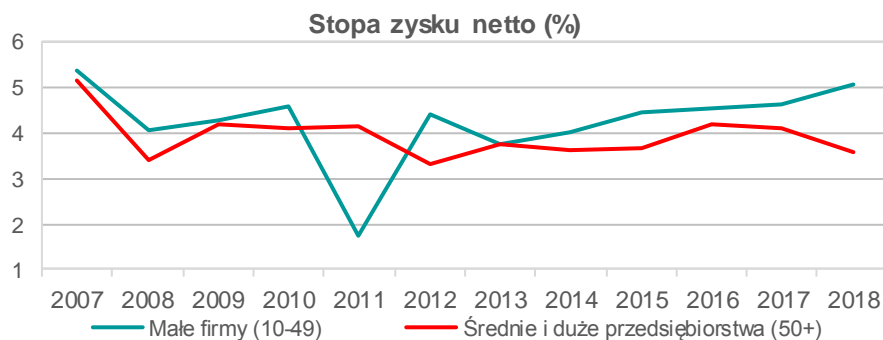
Źródło: PONT Info, Credit Agricole

zatrudnienia w małych firmach był „maskowany” przez wzrost liczby etatów w większych jednostkach. Było to możliwe, gdyż średnie i duże firmy odpowiadają za 86% wszystkich zatrudnionych. Dostępność danych uniemożliwia przeprowadzenie analizy tendencji w 2019 r. Można jednak postawić hipotezę, że wraz z nasilaniem się bariery podażowej w postaci braku wykwalifikowanych pracowników wzrost zatrudnienia w większych firmach jeszcze mocniej spowolnił w br., co przy dalszym ograniczaniu liczby pracujących w małych jednostkach, przyczyniło się do uwidocznienia spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ogółem w ostatnich miesiącach.



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

nie potwierdzają wyniki badań koniunktury nt. sytuacji finansowej firm (patrz poniżej) lub zmianach wielkości firmy powodującej „przeskok” do kategorii z mniejszą (<10) lub większą (50+) liczbą pracowników.



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

zwiększania liczby pracujących, co spowodowało, że „wypadły” one z próby 10-49 pracowników i zostały

Okazuje się, że w segmencie małych firm mamy do czynienia z utrzymującym się spadkiem liczby pracujących w ujęciu r/r od połowy 2017 r. W ramach firm zatrudniających co najmniej 50 osób rejestrowany był natomiast ciągły wzrost liczby pracujących, aczkolwiek spowolnił on w 2018 r. Oznacza to, że na poziomie sektora przedsiębiorstw ogółem, spadek

Należy zwrócić uwagę, że obecnie mamy do czynienia z najdłuższym od co najmniej 2008 r. epizodem spadku zatrudnienia w małych firmach. Co więcej, wraz ze spadkiem liczby etatów obserwujemy jednocześnie zmniejszenie liczby podmiotów w tym segmencie. Spadek liczby małych przedsiębiorstw świadczy albo o licznych upadłościach, czego

Dane PONT Info wskazują, że od połowy 2017 r. odnotowano lekki wzrost przeciętnej liczby pracujących przypadających na jedną małą firmę. Biorąc pod uwagę, że w tym okresie mieliśmy do czynienia z ożywieniem gospodarczym można postawić hipotezę, że spadek liczby małych podmiotów jest efektem szybkiej ekspansji tych jednostek i

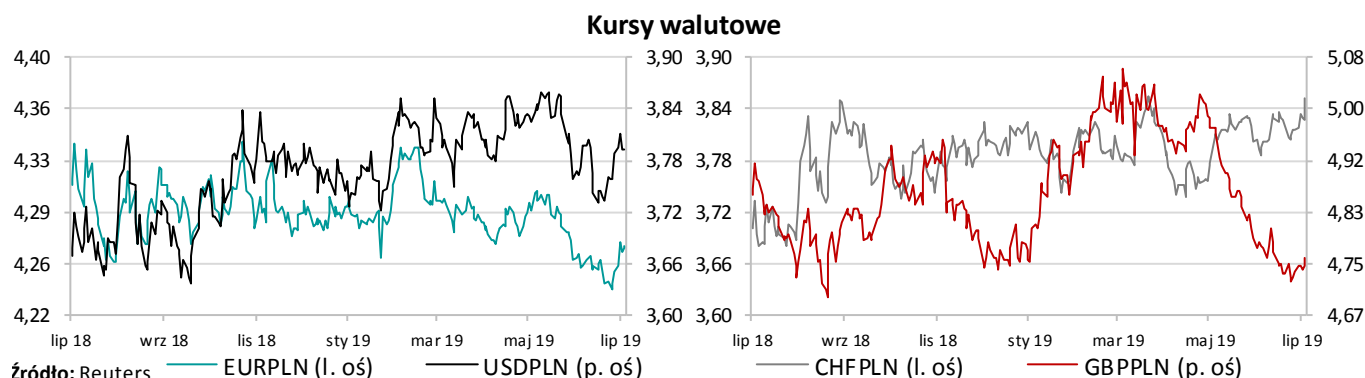
zaliczone do segmentu firm zatrudniających co najmniej 50 pracowników. Hipotezę o korzystnym wpływie ożywienia gospodarczego na działalność małych firm potwierdzają również dane nt. poprawiającej się rentowności małych firm. W latach 2016-2018 odsetek rentownych, małych firm zwiększył się o 1,4 pkt. proc. do 80,8%. Poprawa efektywności funkcjonowania małych przedsiębiorstw widoczna jest również w zakresie kształtowania się stopy zysku netto (iloraz zysku netto i przychodów ogółem). W przypadku małych firm utrzymywała się ona w trendzie wzrostowym nieprzerwanie od 2013 r. i w 2018 r. była wyraźnie wyższa niż w przypadku większych przedsiębiorstw (5,1% wobec 3,6%).

Spadek liczby jednostek mógł być również wynikiem działań konsolidujących – przejęć ze strony większych podmiotów. W takim przypadku dochodzi do restrukturyzacji skutkujących zazwyczaj zmniejszeniem zatrudnienia. Należy jednak pamiętać, że małe firmy to głównie firmy rodzinne, których właściciele są zazwyczaj mało skłonni do sprzedaży swojej działalności. Dlatego zakładamy, że ewentualne fuzje pomiędzy małymi firmami zachodzą również na niewielką skalę. Tym samym uważamy, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku zatrudnienia w małych firmach jest ekspansja ich działalności (w tym zatrudnienia) powodująca „przeskok” firmy do segmentu z większym zatrudnieniem (co najmniej 50 pracowników).

Należy zwrócić uwagę, że w tle wspomnianych wyżej korzystnych trendów mamy do czynienia również z innymi, mniej korzystnymi tendencjami, które mogą oddziaływać w kierunku spadku zatrudnienia. Po pierwsze, przeciętne wynagrodzenie w małych firmach kształtowało się w 2018 r. na poziomie niższym o 14% w porównaniu do firm zatrudniających co najmniej 50 osób. W warunkach niskiego bezrobocia różnica ta sprzyja naturalnemu przepływowi siły roboczej z mniejszych do większych przedsiębiorstw. Po drugie, duża część małych firm skarży się na zatory płatnicze. Zwracają one uwagę, że problemy z nieterminowymi płatnościami wymuszają na nich ograniczenie inwestycji, a w dalszej perspektywie – ograniczenie płac i redukcję zatrudnienia. Wyniki badań koniunktury GUS sygnalizują jednak, że problemy z opóźnieniami płatności, czy sytuacja finansowa małych przedsiębiorstw nie pogorszyły się znacząco w ostatnim czasie. Ponadto, opóźnienia płatności zmniejszają się w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego, a tym samym nie należy im obecnie przypisywać dominującej odpowiedzialności za spadek zatrudnienia w małych firmach.

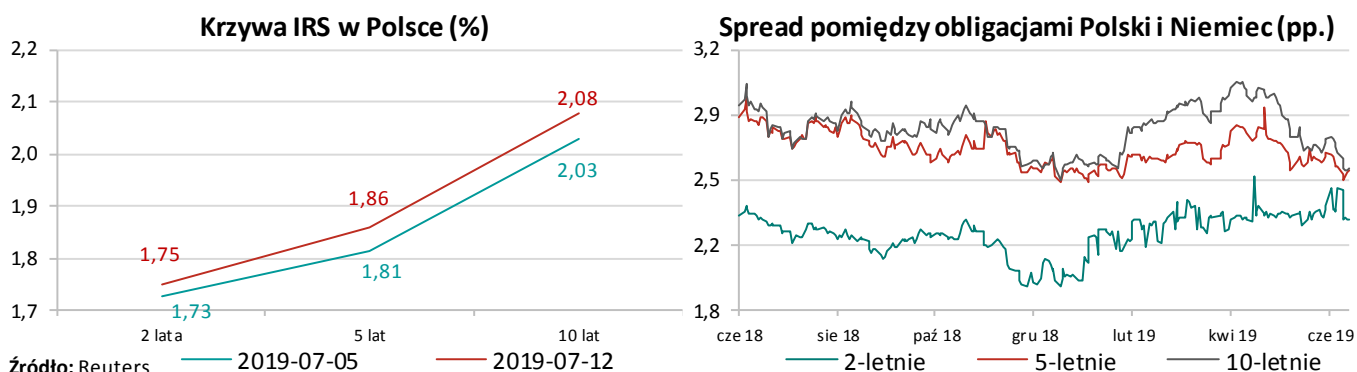
Narastająca bariera podażowa w postaci braku wykwalifikowanych pracowników stanowi wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego stopniowy spadek dynamiki zatrudnienia w gospodarce narodowej w kolejnych kwartałach. Jednocześnie uważamy, że będzie obserwowany dalszy przepływ pracowników z małych firm w kierunku większych podmiotów. W rezultacie oczekujemy, że spadki zatrudnienia w ujęciu m/m w sektorze przedsiębiorstw ogółem są zjawiskiem, które może się okresowo pojawiać, jednak nie jest zwiastunem negatywnych tendencji.

Dane z Chin lekko pozytywne dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2678 (osłabienie złotego o 0,4%). Początek ubiegłego tygodnia przyniósł osłabienie złotego oraz innych walut regionu. Było ono związane ze zmniejszeniem oczekiwań rynku na łagodzenie polityki monetarnej w USA po opublikowanych dwa tygodnie temu wyraźnie lepszych od konsensusu danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA (por. MAKROmapa z 08.07.2019). W środę doszło do nieznacznej korekty i lekkiego umocnienia złotego w reakcji na gołębi wydzwięk wystąpienia szefa FED J. Powella przed Kongresem. W czwartek i w piątek mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu polskiej waluty, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. Ze względu na odnotowany w pierwszej części tygodnia wzrost globalnej awersji do ryzyka złoty tracił na wartości również względem innych głównych walut. Mimo wzrost apetytu na ryzykowne aktywa pod koniec tygodnia polska waluta nie odrobiła wcześniejszych strat. W efekcie w ubiegłym tygodniu złoty osłabił się do dolara amerykańskiego (o 0,1%), franka szwajcarskiego (o 1,0%) oraz funta brytyjskiego (o 0,4%).

Dzisiejsze lepsze od oczekiwań dane z Chin są lekko pozytywne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce, która może przyczynić się do jego nieznacznego umocnienia. Pozostałe dane z Polski (inflacja, produkcja przemysłowa, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w polskim sektorze przedsiębiorstw, bilans płatniczy) będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Uważamy, że neutralne dla złotego będą również zaplanowane na ten tydzień liczne publikacje danych z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan oraz indeksy NY Empire State i Philadelphia FED), a także indeks ZEW dla Niemiec.


Dane o polskiej sprzedaży detalicznej w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,75 (wzrost o 2pb), 5-letnie do 1,86 (wzrost o 5pb), a 10-letnie do 2,08 (wzrost o 5pb). Na początku tygodnia mieliśmy do czynienia ze stabilizacją stawek IRS czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. W środę rano doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w oczekiwaniu na wystąpienie szefa FED J. Powella. Gołębi wydzźwięk wypowiedzi J. Powella doprowadził do korekty i przejściowego spadku stawek IRS. W czwartek i w piątek wzrost stawki IRS powróciły jednak do trendu wzrostowego w ślad za rynkami bazowymi. W czwartek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2019 r. i 2020 r. i sprzedało papiery o 2-, 5-, 6-, 10-letnich terminach zapadalności za 4,7 mld zł przy popycie równym 6,1 mld zł. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą krajowe dane o sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS. Pozostałe dane z Polski (inflacja, produkcja przemysłowa, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w polskim sektorze przedsiębiorstw, bilans płatniczy) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą naszym zdaniem także liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan oraz indeksy NY Empire State i Philadelphia FED), a także indeks ZEW dla Niemiec.

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	1,9	1,9
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	
Wskazy 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**
Poniedziałek 15.07.2019r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	6,4	6,2	6,2
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	8,6		8,3
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	5,0		5,2
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	5,6		5,5
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	2,6	2,6	2,6
12:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Maj	718	572	460
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	-8,6	2,0	0,5
Wtorek 16.07.2019r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Lipiec	-21,1	-20,0	-20,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Czerwiec	1,7	1,9	1,9
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	0,5	0,1	0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	0,4	0,2	0,1
Środa 17.07.2019r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	2,7	2,6	2,6
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	7,7	7,2	7,0
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	1,2	1,2	1,2
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Czerwiec	1269	1268	1260
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Czerwiec	1299	1306	1298
Czwartek 18.07.2019r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	7,7	2,0	2,0
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	1,4	1,2	0,7
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	0,3	5,0	5,0
Piątek 19.07.2019r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	7,3	6,0	4,9
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	98,2	98,5	98,4

* 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