

W tym tygodniu




- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** W naszej ocenie parametry polityki pieniężnej w strefie euro nie ulegną zmianie, jednak konferencja po posiedzeniu będzie utrzymana w gołębim tonie. Naszym zdaniem prezes EBC M. Draghi zasygnalizuje, że w najbliższych miesiącach polityka pieniężna w strefie euro zostanie złagodzona, jednak nie zostaną wskazane konkretne działania. Uważamy, że ze względu na utrzymującą się niepewność dotyczącą perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro i na świecie, EBC nie zdecyduje się na złagodzenie polityki pieniężnej już na lipcowym posiedzeniu i poczeka do września. Wówczas będą znane również wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej. Podczas konferencji w tym tygodniu poruszona zostanie również najprawdopodobniej kwestia ewentualnych zmian w celu inflacyjnym EBC, na które wskazywały nieoficjalne informacje uzyskane przez agencję Bloomberg. Jeśli M. Draghi potwierdzi doniesienia wskazujące, że cel inflacyjny EBC mógłby zostać podniesiony lub zostałyby zdefiniowany symetryczny korytarz dopuszczalnych odchyleń od celu, w trakcie i po konferencji możemy mieć do czynienia z osłabieniem euro względem dolara, umocnieniem złotego względem euro i wzrostem cen polskiego długu. W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że 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.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja lipcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się do 51,9 pkt. w lipcu z 52,2 pkt. w czerwcu. Obniżenie wskaźnika nastąpiło przy pogorszeniu koniunktury zarówno we Francji, jak i w Niemczech. W czwartek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu nie zmieni się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniesie 97,4 pkt. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne w kontekście oceny perspektyw obserwowanego w ostatnich kwartałach spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty oraz tendencji w handlu międzynarodowym. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA.** W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 2,1% wobec 3,1% w I kw. ze względu na niższe wkłady inwestycji, zmiany zapasów i eksportu netto. Prognozujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się o 0,6% m/m w czerwcu wobec spadku o 1,3% w maju z uwagi na wyższą liczbę zamówień w kategorii „transport”. Oczekujemy, że kontynuację spowolnienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące sprzedaży nowych domów (657 tys. w czerwcu wobec 658 tys. w maju) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,35 mln w czerwcu wobec 5,34 mln w maju). Uważamy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **We wtorek poznamy dane o produkcji budowlano-montażowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji obniżyła się do 3,0% r/r w czerwcu wobec 9,6% w maju. W kierunku spadku jej dynamiki oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe oraz pogorszenie nastrojów w firmach budowlanych sygnalizowane w wynikach badań koniunktury GUS. Nasza prognoza

kształtuje się poniżej oczekiwań rynkowych (3,8%), jednak jej materializacja będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 2,6% wobec 2,4% w maju.** Tym samym inflacja przekroczyła cel inflacyjny NBP (2,5% ± 1 pkt. proc.) i osiągnęła najwyższy poziom od listopada 2012 r. Do wzrostu inflacji przyczyniły się wyższa dynamika cen żywności (w znacznym stopniu efekt drożących warzyw), a także zwiększenie inflacji bazowej (1,9% r/r wobec 1,7% w maju). Wzrost inflacji bazowej miał szeroki zakres, co w naszej ocenie wskazuje na narastającą presję kosztową w polskiej gospodarce (por. MAKROPuls z 15.07.2019). W kierunku spadku inflacji ogółem oddziaływały natomiast niższe dynamiki cen paliw (3,0% r/r w czerwcu wobec 4,1% w maju) oraz nośników energii (-0,9% r/r w czerwcu wobec -0,8% w maju). Zgodnie z naszą prognozą, w kolejnych kwartałach obserwowany będzie dalszy stopniowy wzrost inflacji wspierany przez wyższą dynamikę cen żywności oraz zwiększenie inflacji bazowej (por. MAKROMapa z 10.06.2019). Uważamy, że w I kw. 2020 r. inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 3,0% r/r. W konsekwencji oczekujemy, że w całym 2019 r. dynamika cen wzrośnie do 2,2% r/r wobec 1,6% w 2018 r., a w 2020 r. obniży się nieznacznie do 2,0%. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym stabilizację stóp procentowych w Polsce przynajmniej do końca 2020 r.
- ✔ **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w czerwcu do -2,7% r/r wobec 7,7% w maju.** Do silnego obniżenia rocznej dynamiki produkcji w czerwcu w porównaniu z majem przyczynił się efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Uważamy, że negatywny wpływ na produkcję mogły mieć również rekordowo wysokie temperatury powietrza odnotowane w czerwcu skutkujące m.in. zmniejszeniem wydajności pracy, krótszymi godzinami pracy. Spadek produkcji miał szeroki zakres i został odnotowany w kategoriach odpowiadających za 76% wartości produkcji przemysłowej. Warto przy tym zwrócić uwagę, że wśród branż, w których w czerwcu odnotowano dodatnią roczną dynamikę produkcji znalazły się działy o dużym udziale eksportu w sprzedaży. Jest to spójne z czerwcowymi wynikami badań koniunktury w Niemczech i strefie euro (PMI), które wskazały na osłabienie tendencji recesyjnych w przetwórstwie przemysłowym w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski. Uważamy, że w lipcu wraz z ustąpieniem negatywnych efektów kalendarzowych dynamika produkcji przemysłowej w Polsce ponownie wyraźnie wzrośnie. Dane o czerwcowej produkcji przemysłowej w Polsce stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB w II kw. (5,0% r/r) i w całym 2019 r. (4,7%).
- ✔ **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w czerwcu w cenach bieżących o 5,3% r/r wobec wzrostu o 7,3% w maju.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w czerwcu do 3,7% wobec 5,6% w maju. Spowolnienie sprzedaży detalicznej w czerwcu miało szeroki zakres, co w naszej ocenie należy wiązać to z oddziaływaniem efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych (por. MAKROPuls z 19.07.2019). W kierunku spadku dynamiki sprzedaży detalicznej oddziaływały także efekty wysokiej bazy w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle i części”. Przeciwny wpływ miała natomiast wyższa dynamika sprzedaży w kategorii „włókno, odzież, obuwie”, która w znacznym stopniu była efektem przesunięcia zakupów odzieży i obuwia z kolekcji letniej z maja na czerwiec w związku z wyjątkowo chłodnym majem. W najbliższych miesiącach – wraz z ustąpieniem negatywnych efektów kalendarzowych – oczekujemy utrzymania się wysokiego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej wspieranego przez bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, optymizm konsumentów oraz wypłaty transferów socjalnych. Przeciętą dynamiką sprzedaży detalicznej w cenach stałych wzrosła do 7,1% r/r w II kw. wobec 4,5% w I kw. Dane o sprzedaży detalicznej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu konsumpcji

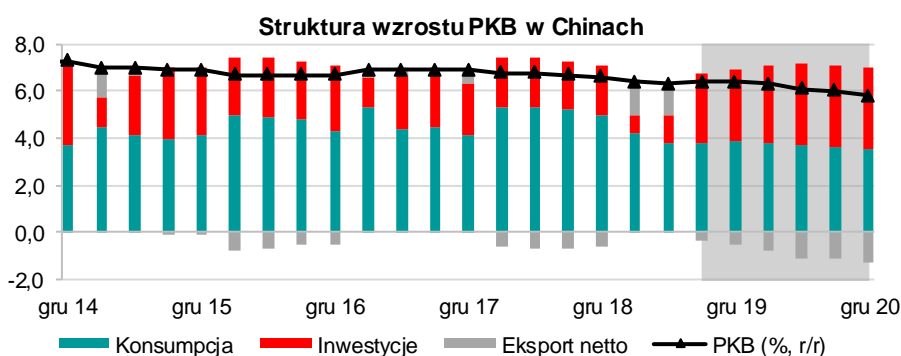
prywatnej w II kw. zwiększyło się do 5,0% r/r wobec 3,9% w I kw.

-  **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w czerwcu do 5,3% r/r wobec 7,7% w maju.** Do silnego obniżenia rocznej dynamiki płac w czerwcu w porównaniu z majem przyczynił się efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W naszej ocenie czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki płac w czerwcu było także osłabienie presji płacowej w przedsiębiorstwach, sygnalizowane przez wyniki badań koniunktury NBP (por. MAKROpuls z 17.07.2019). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się do 2,8% r/r w czerwcu wobec 2,7% w maju. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 13,6 tys. osób. Do wyraźnego wzrostu zatrudnienia w czerwcu przyczynił się efekt niskiej bazy z kwietnia i maja. Oczekujemy, że tendencja do wzrostu zatrudnienia utrzyma się w kolejnych miesiącach. Ulegnie ona jednak osłabieniu ze względu na utrzymującą się barierę w postaci braku wykwalifikowanych pracowników. Szacujemy, że realna dynamika funduszu płac w przedsiębiorstwach zmniejszyła się w czerwcu do 5,5% r/r (najniżej od grudnia 2016 r.) z 8,1% w maju. W efekcie, w II kw. realny fundusz płac wzrósł o 7,1% r/r wobec 8,8% w I kw. Uważamy, że prawdopodobieństwo silnego przyspieszenia wzrostu płac w II poł. br. jest niskie. Potencjał do wzrostu wynagrodzeń w najbliższych kwartałach będzie ograniczany przez utrzymującą się niską inflację u głównych partnerów handlowych Polski, wprowadzenie Pracowniczych Programów Kapitałowych i spodziewane zniesienie ograniczenia dla rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenie emerytalne i rentowe (tzw. 30-krotność) począwszy od 2020 r., a także realizowane przez firmy inwestycje zmniejszające pracochłonność produkcji.
-  **Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w Polsce zwiększyła się w maju do 1 006 mln EUR wobec 720 mln EUR w kwietniu.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald usług, dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 214 mln EUR, 120 mln EUR i 135 mln EUR wyższe niż w kwietniu), podczas gdy przeciwny wpływ miało niższe saldo obrotów towarowych (o 183 mln EUR niższe niż w kwietniu). Dynamika eksportu zwiększyła się w maju do 13,3% r/r wobec 10,1% w kwietniu, a dynamika importu wzrosła do 11,2% r/r wobec 8,5%. Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się do -0,6% w 2019 r. z -0,7% w 2018 r.
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w czerwcu do 0,0 m/m wobec 0,4% w maju, co było nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (0,1%). Jej zmniejszenie wynikało ze spadku dynamiki produkcji w dostarczaniu mediów, podczas gdy przeciwny efekt miało wyższe tempo wzrostu produkcji w przetwórstwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się w czerwcu do 77,9% wobec 78,1% w maju. Nie zmieniła się natomiast dynamika sprzedaży detalicznej, która zarówno w czerwcu jak i w maju wyniosła 0,4% m/m, co było powyżej oczekiwań rynku (0,1%). Bez uwzględnienia samochodów nominalna dynamika sprzedaży detalicznej również wyniosła 0,4% m/m zarówno w czerwcu jak i w maju. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. pozwoleń na budowę (1220 tys. w czerwcu wobec 1299 tys. w maju) oraz rozpoczętych budów domów (1253 tys. wobec 1265 tys.), które wskazały na dalsze pogorszenie koniunktury na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również wyniki badań koniunktury. Wzrost odnotowały wskaźniki NY Empire State (4,3 pkt. w lipcu wobec -8,6 pkt. w czerwcu) oraz Philadelphia FED (21,8 pkt. w lipcu wobec 0,3 pkt. w czerwcu), które wskazały na poprawę sytuacji w przetwórstwie odpowiednio w stanie Nowy Jork oraz rejonie Pensylwanii, New Jersey i Delaware. Nieznaczna poprawę nastrojów konsumenckich zasygnalizował wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w lipcu do 98,4 wobec 98,2 pkt. w czerwcu, kształtując się lekko poniżej konsensusu rynkowego (98,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji obniżyła się. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w tym roku FED dokona dwóch obniżek stóp procentowych

w br. po 25 pb (w lipcu i we wrześniu). W świetle ubiegłotygodniowych na ogół dobrych danych z amerykańskiej gospodarki dostrzegamy jednak ryzyko, że FOMC wstrzyma się z łagodzeniem polityki pieniężnej do września br. Rynek wycenia obecnie obniżkę stóp procentowych o 36pb na lipcowym posiedzeniu.

Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w lipcu do -24,5 pkt. wobec -21,1 pkt. w maju, co było poniżej oczekiwań rynku (-22,3 pkt). Zgodnie z komunikatem pogorszenie nastrojów wynikało z utrzymującej się wysokiej niepewności w niemieckich branżach eksportowych, napięć geopolitycznych wokół Iranu, negatywnego wpływu wojny handlowej na linii USA-Chiny na perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie, a także braku postępu w negocjacjach nt. ostatecznego kształtu *Brexitu*. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu niemieckiego PKB nie zmieni się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniesie 0,2%.

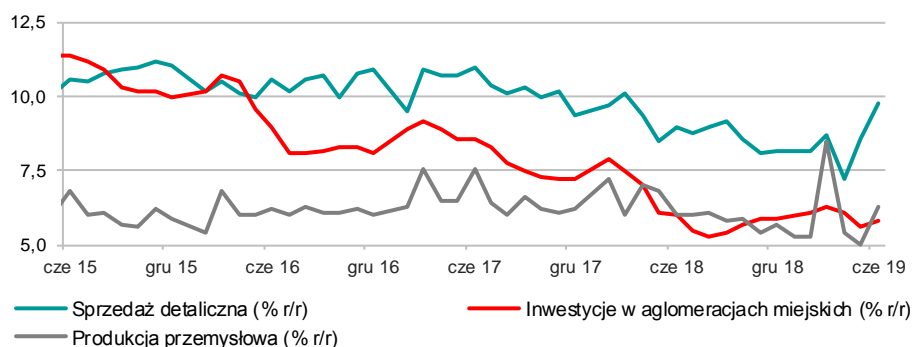
Wojny handlowe nie zatrzymają chińskiego smoka



Zgodnie z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu danymi, roczne tempo wzrostu gospodarczego w Chinach obniżyło się w II kw. do 6,2% r/r wobec 6,4% w I kw. Tym samym ukształtowało się ono poniżej oczekiwań rynku (6,3% r/r). Struktura wzrostu PKB wskazała na stabilizację wkładu usług w tworzeniu wartości dodanej i zmniejszenie kontrybucji przemysłu.

Źródło: Reuters, Credit Agricole

Od strony popytowej szczególnie niekorzystnie wyglądało spożycie ogółem, którego dynamika obniżyła się z 7,8% w I kw. do 6,4% w II kw. i była najniższa od 6 kwartałów. Za taki stan rzeczy częściowo odpowiada konsumpcja, której dynamika obniżyła się z 5,8% r/r w I kw. do 5,4% r/r w II kw. i osiągnęła drugie najniższe tempo wzrostu w historii. Z drugiej strony utrzymana została relatywnie duża kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB (1,3 pkt. proc. w II kw. wobec 1,5 pkt. proc. w I kw.) – efekt spadku importu przy lekkim wzroście eksportu. Wzrost inwestycji był jedynym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy. Wkład nakładów brutto na środki trwałe wyniósł 1,2 pkt. proc. w II kw. wobec 0,8% w I kw. Na pierwszy rzut oka wspomniane wyżej dane przedstawiają pesymistyczny obraz chińskiej gospodarki. Jednak pogłębiona analiza ostatnich publikacji sygnalizuje bardziej optymistyczne tendencje.



Źródło: Reuters

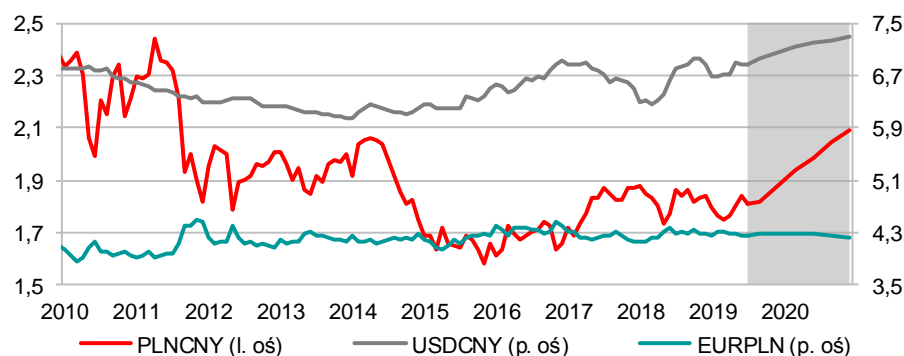
Po pierwsze, wzrost PKB ukształtował się w II kw. zgodnie z celem chińskiego rządu (6,0% - 6,5%), zaś średni wzrost PKB w I poł. 2019 r. znalazł się w górnej połowie tego przedziału. Ponadto odsezonowane tempo wzrostu PKB w ujęciu kwartalnym było najwyższe od III kw. 2018 r. i wyniosło 1,6% r/r wobec 1,4% w I kw. Dodatkowo, wyższe od konsensusu rynkowego

okazały się 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%). Poprawę sytuacji odnotowano również w przypadku zatrudnienia w miastach (zwiększyło się ono w czerwcu po raz pierwszy od siedmiu miesięcy) oraz akcji kredytowej (wzrost do 9,3% r/r w czerwcu wobec 5,4% r/r w maju, osiągając najwyższy wynik od kwietnia 2017 r.). Uważamy, że czerwcowe dane wskazują na zatrzymanie tendencji stagnacyjnych w chińskiej gospodarce, a taka korekta trendu wskazuje z wysokim prawdopodobieństwem na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w III kw.

W najbliższych kwartałach istotnym czynnikiem ryzyka w dół dla tempa wzrostu gospodarczego w Chinach będzie dalszy przebieg tzw. wojen handlowych. Uważamy, że po szczycie G-20 w Osace obserwowana jest tylko przejściowa deeskalacja konfliktu handlowego na linii USA-Chiny. Oczekujemy, że trwające obecnie negocjacje nie przyniosą korzystnych rezultatów w perspektywie kilku miesięcy, co wskaże na malejące prawdopodobieństwo szybkiego osiągnięcia porozumienia. Uważamy, że w IV kw. br. konflikt na linii USA-Chiny ponownie nasili się i D. Trump zdecyduje się na nałożenie ceł w wysokości 25% na cały import z Chin. Szacujemy, że w przypadku materializacji takiego scenariusza, konflikt gospodarczy z USA będzie oddziaływał w kierunku obniżenia rocznego tempa wzrostu w Chinach o 1,1 pkt. proc. w br. oraz o 1,8 pkt. proc. w 2020 r.

Podtrzymujemy naszą prognozę, że wzrost gospodarczy w Chinach w 2019 r. wyniesie 6,4% r/r wobec 6,6% w 2018 r., a w 2020 r. obniży się do 6,0%. Osiągnięcie prognozowanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego będzie jednak wymagało zwiększenia skali stymulacji wzrostu prowadzonej przez chiński rząd. Uważamy, że w tym celu Ludowy Bank Chin (LBC) podejmie działania na rzecz zwiększenia akcji kredytowej (zatrzymanie procesu zwiększania relacji kapitału do aktywów sektora bankowego, tzw. delewarowanie oraz obniżenie stóp procentowych) oraz pozwoli na osłabienie się kursu juana zgodnego z pogorszeniem salda bilansu handlowego Chin. Rozluźniona zostanie również polityka fiskalna.

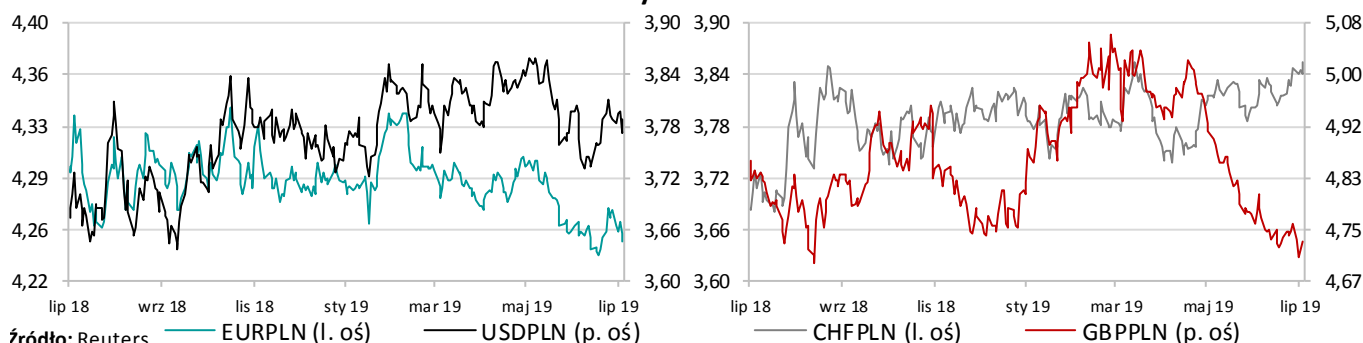


Źródło: Reuters, Credit Agricole

W ocenie wpływu warunków makroekonomicznych w Chinach na sytuację w Polsce trzeba uwzględnić kształtowanie się kursu złotego względem juana. Kurs PLNCNY jest wypadkową dwóch czynników: polityki kursowej LBC (mającej wpływ na kurs USDCNY) oraz kształtowania się kursu USDPLN. Oczekujemy, że ze względu na obserwowane

spowolnienie wzrostu gospodarczego i spodziewane łagodzenie polityki pieniężnej przez LBC kurs USDCNY wzrośnie z obecnego poziomu 6,88 do 7,05 w IV kw. br., natomiast na koniec IV kw. 2020 r. wyniesie 7,30. Biorąc pod uwagę naszą prognozę kursu USDPLN (por. tabela kwartalna) spodziewamy się osłabienia juana wobec złotego. Prognozujemy wzrost kursu PLNCNY z obecnego poziomu 1,82 do 1,88 na koniec IV kw. br. oraz dalszy wzrost do 2,09 na koniec 2020 r.

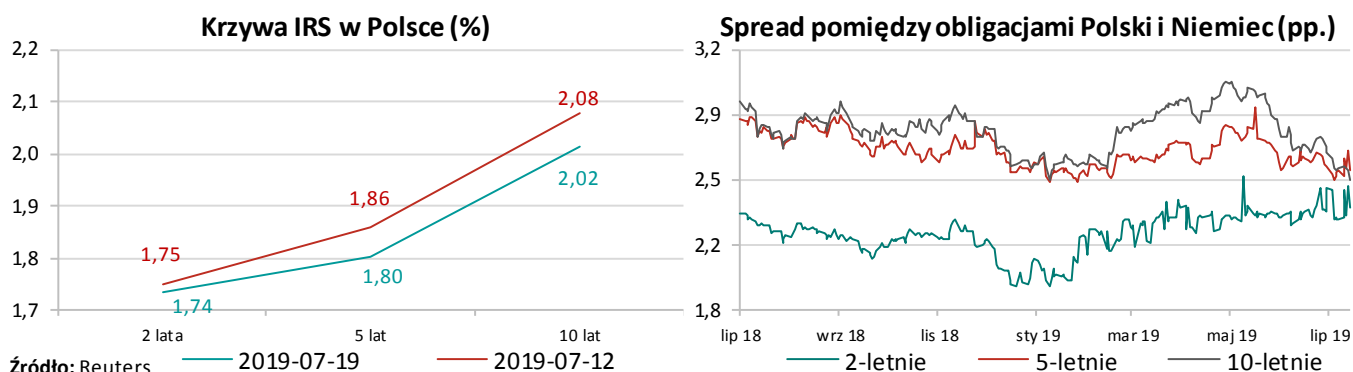
Chiny są odbiorcą tylko 1,0% eksportu z Polski. Spowolnienie w Chinach może wpłynąć negatywnie na sytuację przedsiębiorstw eksportujących swoje towary do Chin, jednak będzie miało bezpośrednio zanedbywalny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Bardziej odczuwalny będzie pośredni wpływ poprzez pogorszenie sytuacji u głównych partnerów handlowych Polski (np. w Niemczech). Efekty te mogą być szczególnie widoczne w przypadku branży motoryzacyjnej. Należy jednak podkreślić, że zagregowany wpływ pogorszenia koniunktury w Chinach nie będzie odgrywał dominującej roli w oczekiwanym przez nas spowolnieniu wzrostu gospodarczego w Polsce (4,7% r/r w 2019 r. i 3,8% w 2020 r.). Dużo ważniejsze będzie prognozowane przez nas obniżenie tempa wzrostu krajowej konsumpcji i inwestycji.


Posiedzenie EBC może przyczynić się do umocnienia złotego
Kursy walutowe


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2475 (umocnienie złotego o 0,5%). Początek ubiegłego tygodnia przyniósł korektę i umocnienie złotego po jego odnotowanej dwa tygodnie temu deprecjacji (por. MAKROmapa z 15.07.2019). Aprecjacji polskiej waluty sprzyjały opublikowane w poniedziałek lepsze od oczekiwań dane nt. produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich w Chinach oraz o bilansie płatniczym w Polsce. W środę złoty zaczął tracić na wartości, co związane było z przejściowym wzrostem globalnej awersji do ryzyka. Mniejszy apetyt na ryzykowne aktywa wynikał m.in. ze wzrostu obaw o dalszą eskalację wojny handlowej na linii USA-Chiny po tym jak prezydent USA D. Trump powiedział, że „jeśli będzie chciał to może nałożyć kolejne cła na import towarów z Chin”. W czwartek doszło do korekty i umocnienia złotego. Słabsze od oczekiwań krajowe dane o produkcji przemysłowej miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. W piątek kurs EURPLN był relatywnie stabilny, a publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej nie miała istotnego wpływu na rynek.

W ubiegłym tygodniu na szczególną uwagę zasługuje również podwyższona zmienność kursu EURUSD. W czwartek członek FOMC J. Williams przedstawił opinię, zgodnie z którą FED powinien podjąć działania wyprzedzające, aby zapobiec zbyt niskiej inflacji, co doprowadziło do osłabienia dolara względem euro. Rezerwa Federalna w Nowym Jorku wyjaśniła później, że wypowiedź J. Williamsa miała charakter akademicki, co doprowadziło do korekty i spadku kursu EURUSD.

W tym tygodniu możemy mieć do czynienia z umocnieniem złotego w reakcji na posiedzenie EBC (patrz wyżej). Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje wyników badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek (wstępne indeksy PMI dla strefy euro oraz indeks Ifo dla Niemiec), danych z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, wstępny szacunek PKB), a także krajowych danych o produkcji budowlano-montażowej będą neutralne dla kursu polskiej waluty.


Posiedzenie EBC w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,74 (spadek o 1pb), 5-letnie do 1,80 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 2,02 (spadek o 6pb). Od poniedziałku do piątku mieliśmy do czynienia z łagodnym spadkiem stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku obniżenia rentowności obligacji w Niemczech oraz w USA oddziaływały rosnące oczekiwania inwestorów na łagodzenie polityki monetarnej przez EBC oraz FED. Liczne publikacje krajowych danych miały ograniczony wpływ na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie EBC, które może przyczynić się do spadku stawek IRS. Publikacje wyników badań koniunktury dla najważniejszych europejskich gospodarek (wstępne indeksy PMI dla strefy euro oraz indeks Ifo dla Niemiec), danych z USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, wstępny szacunek PKB), a także krajowych danych o produkcji budowlano-montażowej nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

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 | kw 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 | 4,25 |
| 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 | |
| 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 | |
| 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 | -2,7 | |
| 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 | 0,6 | |
| 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 | 5,3 | |
| 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 | 5,3 | |
| 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 | 2,8 | |
| 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 | |
| Saldo ROB (mln EUR) | 192 | -754 | -1005 | -876 | -405 | 343 | -1126 | 2438 | -718 | 116 | 720 | 1006 | | |
| Eksport (r/r, % EUR) | 7,7 | 12,0 | 8,9 | -1,5 | 13,2 | 8,1 | 1,7 | 5,4 | 9,9 | 7,8 | 10,1 | 13,3 | | |
| Import (r/r, % EUR) | 9,4 | 12,4 | 14,0 | 4,2 | 18,1 | 9,2 | 2,2 | 1,6 | 7,8 | 2,6 | 8,5 | 11,2 | | |

* 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 | -0,1 | -0,4 | -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 | 4,24 | 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 | POPZEDNIA WARTOŚĆ | PROGNOZA* | |
|------------------------------|-------------|---|-----------|-------------------|-----------|---------|
| | | | | | CA | RYNEK** |
| Wtorek 23.07.2019r. | | | | | | |
| 10:00 | Polska | Stopa bezrobocia rejestrowanego (%) | Czerwiec | 5,4 | 5,2 | 5,3 |
| 16:00 | Strefa euro | Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.) | Lipiec | -7,2 | | -7,2 |
| 16:00 | USA | Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m) | Czerwiec | 5,34 | 5,35 | 5,35 |
| 16:00 | USA | Indeks Richmond Fed (pkt.) | Lipiec | 3,0 | | |
| Środa 24.07.2019r. | | | | | | |
| 9:30 | Niemcy | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.) | Lipiec | 45,0 | 44,8 | 45,1 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny PMI w usługach (pkt.) | Lipiec | 53,6 | 53,3 | 53,3 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.) | Lipiec | 47,6 | 47,5 | 47,7 |
| 10:00 | Strefa euro | Wstępny indeks Composite PMI | Lipiec | 52,2 | 51,9 | 52,0 |
| 10:00 | Strefa euro | Podaż pieniądza M3 (% r/r) | Czerwiec | 4,8 | | 4,7 |
| 15:45 | USA | Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Lipiec | 50,6 | | |
| 16:00 | USA | Sprzedaż nowych domów (tys.) | Czerwiec | 626 | 657 | 650 |
| Czwartek 25.07.2019r. | | | | | | |
| 10:00 | Niemcy | Indeks Ifo (pkt.) | Lipiec | 97,4 | 97,4 | 97,0 |
| 13:45 | Strefa euro | Decyzja o stopach procentowych EBC (%) | Lipiec | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 14:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych (tys.) | o/tydzień | 209 | | 216 |
| 14:30 | USA | Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m) | Czerwiec | -1,3 | | 0,5 |
| Piątek 26.07.2019r. | | | | | | |
| 14:30 | USA | Wstępny szacunek PKB (% r/r) | II kw. | 3,1 | 2,1 | 1,9 |

* 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