

W tym tygodniu

- ✔ **W piątek GUS opublikuje pełne dane o PKB w Polsce w II kw.** Dostrzegamy nieznaczne ryzyko, że tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę względem wstępnego szacunku (4,4%) i wyniesie 4,5% r/r wobec 4,7% w I kw. Uważamy, że w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego pomiędzy I i II kw. oddziaływały niższe wkłady inwestycji i eksportu netto. Naszym zdaniem, publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.
- ✔ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W czwartek zostanie opublikowany drugi szacunek PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostało zrewidowane w dół do 2,0% wobec 2,1% we wstępnym szacunku ze względu na niższy wkład zapasów i wydatków publicznych. Prognozujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się o 2,0% m/m w lipcu wobec wzrostu o 1,9% w czerwcu z uwagi na wyższe zamówienia w firmie Boeing. Zza oceanu napłyną ponadto wyniki badań koniunktury konsumenckiej w sierpniu. Oczekujemy, że indeks Conference Board zmniejszył się do 130,0 pkt. wobec 135,7 pkt. w lipcu, ze względu na eskalację wojen handlowych. Uważamy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (93,0 pkt. w sierpniu wobec 98,4 pkt. w lipcu), potwierdzi sygnalizowane przez wstępny szacunek indeksu pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem zagregowany wpływ danych z USA będzie neutralny dla rynków finansowych.
- ✔ **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 1,0% r/r. Uważamy, że spadek dynamiki cen paliw został skompensowany przez zwiększenie inflacji bazowej. W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że w sierpniu ukształtowała się ona na takim samym poziomie jak w lipcu i wyniosła 1,1% r/r. Oczekujemy, że publikacja inflacji w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.
- ✔ **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszyła się do 92,0 pkt. w sierpniu wobec 95,7 pkt. w lipcu. Naszym zdaniem publikacja indeksu będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- ✔ **W piątek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 2,9% r/r.** Wzrost dynamiki żywności został skompensowany przez spadek dynamiki cen paliw i nośników energii. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (2,8%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **W ostatnich tygodniach doszło do pogorszenia relacji na linii USA-Chiny.** Na początku sierpnia prezydent USA, D. Trump zapowiedział wprowadzenie podwyższonych ceł w wysokości 10% na pozostałe towary importowane z Chin (o wartości 300 mld USD) od września br. W połowie sierpnia D. Trump ogłosił opóźnienie do grudnia br. wprowadzenia podwyższonych ceł na około połowę wspomnianych produktów. W odpowiedzi na działania USA, Chiny zapowiedziały w ubiegłym tygodniu wprowadzenie ceł odwetowych (w wysokości 5-10%) na towary importowane z USA o wartości 75 mld USD. Zostaną one wprowadzone w dwóch etapach – we wrześniu i grudniu br. W reakcji na decyzję władz Chin, w ubiegły piątek D. Trump poinformował, że począwszy od 1 października, towary z Chin o wartości 250 mld USD, teraz ocłone stawką 25%, będą opodatkowane stawką 30%. Dodatkowo, pozostałe towary i produkty

z Chin o wartości 300 mld USD, które od 1 września miały zostać obłożone 10% cłem, będą opodatkowane stawką 15%. Eskalacja wojny handlowej na linii USA-Chiny w ostatnim tygodniu przyczyniła się do pogorszenia nastrojów na rynkach, wzrostu awersji do ryzyka i osłabienia złotego. Realizujące się w ostatnich tygodniach pogorszenie stosunków pomiędzy Chinami i USA jest zgodne z naszym scenariuszem bazowym (por. MAKROmapa z 01.07.2019).

✓ **Nominalne inwestycje w polskim sektorze przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyły się w II kw. o 17,1% r/r wobec 22,9% w I kw.** W strukturze inwestycji przedsiębiorstw w II kw. na szczególną uwagę zasługuje szeroki zakres wzrostu nakładów inwestycyjnych. W cenach stałych zwiększyły się one zarówno w kategorii "budynki i budowle" (17,6% r/r), jak i "maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia" (11,6%) oraz "środki transportu" (36,4%). Sygnalizuje to, że mimo wyraźnego pogorszenia koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski, przedsiębiorstwa, w odpowiedzi na wciąż wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych i szybki wzrost popytu krajowego, decydują się na zwiększanie nakładów inwestycyjnych. W kierunku spowolnienia wzrostu nakładów brutto przedsiębiorstw 50+ na środki trwałe pomiędzy I i II kw. oddziaływały przede wszystkim niższe wkłady inwestycji firm przetwórczych (spadek dynamiki do 12,7% r/r wobec 17,9% w I kw.) oraz energetycznych (19,8% wobec 45,8% w I kw.). Dane o inwestycjach przedsiębiorstw 50+ stanowią wsparcie naszej prognozy inwestycji ogółem w całym 2019 r. (8,5% r/r wobec 8,7% w 2018 r.), a w konsekwencji dla wzrostu PKB w 2019 r. (4,4% r/r wobec 5,1% w 2018 r.).

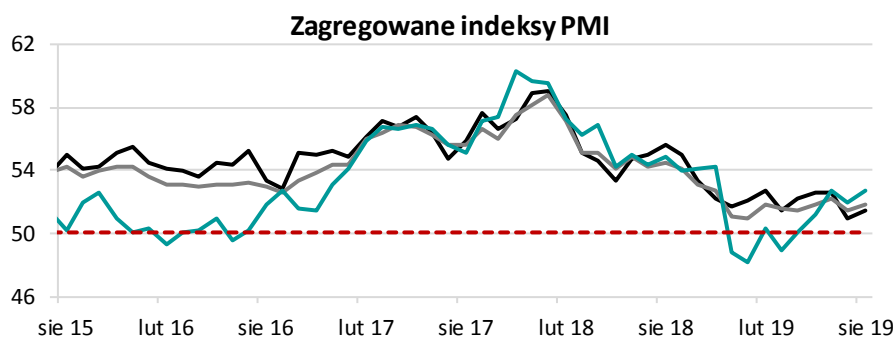
✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z lipcowego posiedzenia FOMC.** W zapisie dyskusji widoczna była rozbieżność poglądów członków FOMC dotycząca lipcowej obniżki stóp procentowych. Większość członków FOMC uważa, że była ona dostosowaniem trajektorii stóp procentowych do zmieniających się w ostatnich miesiącach warunków gospodarczych (w tym niepewności związanej ze spowolnieniem globalnym i pogorszeniem sytuacji w światowym handlu). Większość członków opowiadała się za obniżą stóp w wysokości 25 pb, jednak paru preferowało 50 pb z uwagi na „uporczywie niską inflację”. Kilku przedstawicieli FED opowiadało się za utrzymaniem dotychczasowych parametrów polityki pieniężnej w lipcu, uzasadniając swoją opinię dobrymi danymi z rynku pracy i obawami o stabilność systemu finansowego. Publikacja *Minutes* przyczyniła się do umocnienia dolara względem euro. W piątek prezes FED, J. Powell wystąpił na sympozjum w Jackson Hole. Treść jego wystąpienia nie zawierała wyraźnych zapowiedzi dotyczących kształtowania się polityki pieniężnej USA w najbliższych miesiącach. Zaznaczył on, że amerykańska gospodarka jest "w dobrej kondycji" a Rezerwa Federalna "będzie podejmowała odpowiednie działania" aby utrzymać wzrost gospodarczy. Wystąpienie prezesa zostało odebrane przez rynki jako gołębie, co przyczyniło się do osłabienia dolara względem euro. Treść *Minutes* i wystąpienie J. Powella nie zmieniają naszego scenariusza zakładającego obniżę stóp procentowych w USA o 25 pb we wrześniu.

✓ **Zgodnie z Minutes do lipcowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej zgłoszono wniosek o podwyższenie stóp procentowych o 25pb.** Za wnioskiem głosowało dwóch członków (E. Gatnar i K. Zubelewicz), a tym samym nie został on przyjęty. Zgodnie z opisem dyskusji na posiedzeniu niektórzy członkowie Rady ocenili, że tempo wzrostu gospodarczego i dynamika cen będą prawdopodobnie wyższe niż wskazuje aktualna projekcja. W efekcie, inflacja może – ich zdaniem – przekraczać cel inflacyjny w kolejnych latach. Ponadto wraz z oczekiwanym wzrostem dynamiki cen obniżyć się będzie poziom realnych stóp procentowych, co mogłoby – w opinii tych członków Rady – nadmiernie stymulować akcję kredytową i rodzić problem zbyt dużego zadłużenia gospodarstw domowych. W opinii tych członków Rady, dążąc do utrzymania stabilności cen i ograniczenia wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych, wskazane jest podwyższenie stóp procentowych NBP. Zgodnie z naszym scenariuszem bazowym oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego i spadku inflacji w 2020 r. Tym samym publikacja *Minutes* i wyniki lipcowego głosowania nie zmieniają naszego scenariusza stabilizacji stóp procentowych NBP co najmniej do końca 2020 r.

- Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w sierpniu do 51,8 pkt. wobec 51,5 pkt. w lipcu, co było powyżej oczekiwań rynku (51,2 pkt.).** Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie jak i aktywności biznesowej w usługach (patrz poniżej). Przeciętna wartość indeksu PMI w okresie lipiec-sierpień (51,7 pkt.) ukształtowała nieznacznie poniżej średniej z II kw. (51,8 pkt.), a tym samym wyniki badań koniunktury stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro zwiększy się w III kw. do 0,3% z 0,2% w II kw.
- Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw w lipcu wyniosła 7,4% r/r wobec 5,3% w czerwcu (por. MAKROpuls z 20.08.2019).** Do wyraźnego zwiększenia rocznej dynamiki płac w lipcu w porównaniu z czerwcem przyczynił się efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, co podniosło dynamikę płac pracowników zatrudnionych na akord. Drugim czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki płac w lipcu było ustąpienie efektu przesunięć zmiennych składników wynagrodzenia w górnictwie, który przyczynił się do wyraźnego spadku dynamiki wynagrodzeń ogółem w czerwcu. Ponadto, tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń było wspierane przez utrzymującą się presję płacową. Dynamika zatrudnienia w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się do 2,7% r/r w lipcu wobec 2,8% w czerwcu. 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 (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zwiększyła się w lipcu do 7,2% r/r z 5,4% w czerwcu i 7,1% w II kw. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą do końca br. czynnikiem oddziałującym w kierunku łagodnego zwiększenia tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw będzie nasilenie oczekiwań inflacyjnych wywołane zwiększeniem dynamiki cen żywności. Uważamy jednak, że prawdopodobieństwo silnego przyspieszenia wzrostu płac w II poł. br. jest niskie.
- Zgodnie z danymi GUS dynamika produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce zwiększyła się w lipcu do 5,8% r/r wobec -2,7% w czerwcu, co było znacząco poniżej naszej prognozy (7,5%) i oczekiwań rynkowych (6,6%).** Do silnego zwiększenia rocznej dynamiki produkcji przemysłowej w lipcu w porównaniu z czerwcem przyczynił się efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych (por. MAKROpuls z 21.08.2019). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa wzrosła w lipcu o 0,9% m/m. Główną przyczyną rozczarowujących danych o produkcji było łączne oddziaływanie dekoniunktury u głównych partnerów handlowych Polski (w tym recesji w niemieckim przetwórstwie przemysłowym) i spowolnienia wzrostu aktywności w krajowym budownictwie. W naszej ocenie wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym wskazują, że spowolnienie aktywności w przemyśle ma charakter trwały, co potwierdzą kolejne dane o produkcji i eksporcie w II poł. br. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w lipcu do 6,6% r/r wobec -0,7% w czerwcu. Choć w najbliższych kwartałach aktywność w budownictwie pozostanie wysoka, oczekujemy, że spadkowy trend dla rocznej dynamiki produkcji utrzyma się. Będzie to związane głównie z wygasaniem cyklu w inwestycjach publicznych oraz oczekiwanym przez nas profilem absorpcji środków unijnych w ramach bieżącej perspektywy finansowej. Lipcowe dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2019 r. (4,4%).
- Zgodnie z danymi GUS sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w lipcu w cenach bieżących o 7,4% r/r wobec wzrostu o 5,3% w czerwcu, co było poniżej naszej prognozy (8,0%) i nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego (7,3%).** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych zwiększyła się w lipcu do 5,7% wobec 3,7% w czerwcu (por. MAKROpuls z 22.08.2019). Lipcowe dane o sprzedaży detalicznej potwierdzają, że bardzo dobra sytuację na rynku pracy, optymizm konsumentów oraz wypłaty transferów socjalnych oddziałują w kierunku wzrostu skłonności gospodarstw domowych do konsumpcji. Wsparciem dla takiej oceny jest przede

wszystkim odnotowany w ostatnich miesiącach wzrost 6-miesięcznej średniej kroczącej dla rocznej dynamiki sprzedaży w kategoriach obejmujących dobra trwałego użytku: "meble, RTV, AGD" (do 15,9% w lipcu, najwyższej od listopada 2012 r.) oraz "pojazdy samochodowe, motocykle i części" (do 9,8%). Źródłem szybkiego wzrostu spożycia prywatnego jest również utrzymująca się wysoka dynamika kredytu konsumpcyjnego (równa średnio 8,5% r/r w I poł. br.). Należy zwrócić uwagę, że silny popyt konsumpcyjny znajduje również odzwierciedlenie w wynikach badań koniunktury konsumenckiej GUS. Wskaźnik „obecne dokonywanie ważnych zakupów” ukształtował się w lipcu na najwyższym poziomie w historii. Lipcowe dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu konsumpcji w III kw. zmniejszyło się do 4,5% r/r wobec 5,0% w II kw.

Czy Niemcy wpadły w techniczną recesję?



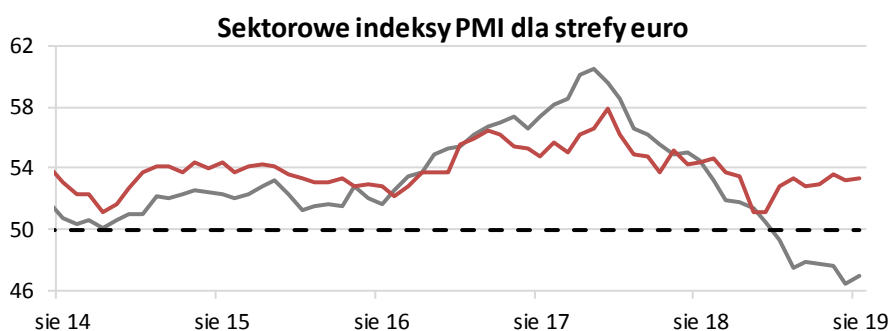
Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w sierpniu do 51,8 pkt. wobec 51,5 pkt. w lipcu, co było powyżej oczekiwań rynku (51,2 pkt.). Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie jak i

Źródło: Markit, Credit Agricole

— Niemcy — Strefa euro — Francja

aktywności biznesowej w usługach. Przeciętna wartość indeksu PMI w okresie lipiec-sierpień (51,7 pkt.) ukształtowała nieznacznie poniżej średniej z II kw. (51,8 pkt.), a tym samym wyniki badań koniunktury stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro zwiększy się w III kw. do 0,3% z 0,2% w II kw. Szacowane przez Markit (wyłącznie na podstawie wartości wskaźników PMI) tempo wzrostu gospodarczego w III kw. wynosi 0,1-0,2% kw/kw.

W ujęciu geograficznym zwiększenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej odnotowano w Niemczech i we Francji. W Niemczech wzrost zagregowanego indeksu PMI był efektem zwiększenia składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie oraz spadku subindeksu dla aktywności biznesowej w usługach. Z kolei we Francji wzrosły obie wspomniane składowe. Zgodnie z raportem Markit, tempo wzrostu aktywności w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem nie uległo znaczącym zmianom pomiędzy lipcem i sierpniem.



Na pierwszy rzut oka, sierpniowe dane przedstawiają korzystniejszy niż w ostatnim miesiącu obraz gospodarki strefy euro, jednak dokładniejsza analiza wyników badań koniunktury wskazuje na kilka czynników ryzyka. W danych na szczególną uwagę zasługują utrzymujące się rozbieżności pomiędzy sytuacją w przetwórstwie i usługach. Wzrost gospodarczy w strefie euro podtrzymuje wyłącznie rosnąca aktywność w usługach, podczas gdy w przetwórstwie

Źródło: Markit, Credit Agricole

— Przetwórstwo — Usługi

strefie euro podtrzymuje wyłącznie rosnąca aktywność w usługach, podczas gdy w przetwórstwie

obserwowany jest spadek aktywności (składowa znajduje się już od siedmiu miesięcy poniżej granicy 50 pkt.). Historycznie te rozbieżności były krótkotrwałe, co w naszej ocenie wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo, że koniunktura w usługach ulegnie wkrótce pogorszeniu w ślad za gorszymi nastrojami w przetwórstwie.

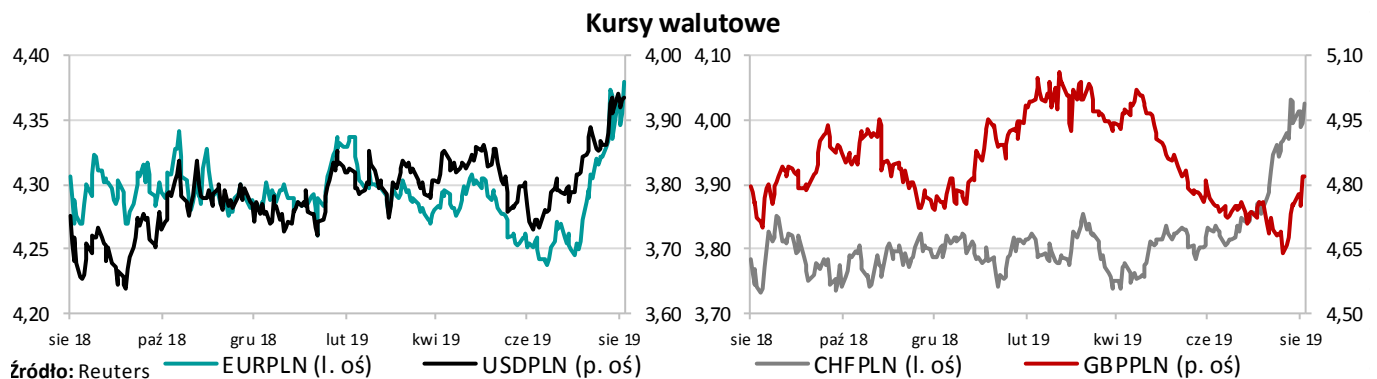
Ponadto, wskaźnik przyszłej aktywności (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) dla całej strefy euro obniżył się w sierpniu do najniższego poziomu od maja 2013 r., co sygnalizuje wysokie ryzyko pogorszenia koniunktury w kolejnych miesiącach. W raporcie nie pojawiły się explicite źródła pesymizmu przedsiębiorców. Przed miesiącem ankietowane firmy wyrażały swoje obawy dotyczące wojen handlowych, pogorszenia perspektyw światowego wzrostu gospodarczego oraz napięć geopolitycznych, w tym w szczególności niepewności wokół *Brexitu*. Nie należy zakładać, że powody pesymistycznych oczekiwań przedsiębiorców zmieniły się istotnie od lipca.

Z punktu widzenia perspektyw polskiego eksportu szczególnie istotne są nastroje w niemieckiej gospodarce. Niekorzystny obraz koniunktury w niemieckim przetwórstwie przemysłowym nie uległ istotnej zmianie w porównaniu z lipcem – indeks PMI zwiększył się tylko nieznacznie (do 43,6 pkt. w sierpniu z 43,2 w lipcu). Trzy czynniki w szczególności świadczą o bardzo słabej kondycji niemieckiego przetwórstwa – pogłębiający się spadek zatrudnienia (najszybciej od lipca 2012 r.), dalszy wyraźny spadek nowych zamówień ogółem (w tym nowych zamówień eksportowych) oraz najniższy w historii badań (od 2012 r.) odczyt wskaźnika oczekiwanej produkcji. Jednym z najlepszych barometrów koniunktury jest popyt na pracę, w związku z tym odnotowana w sierpniu dalsza redukcja liczby etatów stanowi istotny czynnik ryzyka w dół dla perspektyw w niemieckim przetwórstwie.

Należy zwrócić uwagę, że w II kw. odnotowano spadek PKB w Niemczech (o 0,2%) przy zagregowanym wskaźniku PMI dla tej gospodarki kształtującym się wyraźnie powyżej 50 pkt. (średnio 52,5 pkt.). Wskaźnik ten obniżył się do 51,2 pkt. w okresie lipiec-sierpień. Oczekiwane przez nas rozluźnienie polityki pieniężnej w strefie euro zadziała pozytywnie na tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech z pewnym opóźnieniem. Oznacza to, że bez szybkiego rozluźnienia polityki fiskalnej, Niemcy mogą w III kw. wpaść w tzw. techniczną recesję (spadek PKB przez dwa kwartały z rzędu). Taką ocenę wspiera również oczekiwany w sierpniu przez niemieckich przedsiębiorców po raz pierwszy od października 2014 r. spadek aktywności gospodarczej (łącznie dla usług i przetwórstwa) w horyzoncie roku.

Sierpniowe wyniki badań koniunktury w niemieckim przetwórstwie sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo osłabienia popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych (dobra pośrednie). Ten negatywny wpływ dekoniunktury za granicą na sytuację w polskim przetwórstwie będzie jednak ograniczany przez strukturalne zmiany zachodzące w polskim przemyśle (takie jak rosnące przewagi konkurencyjne polskich przedsiębiorstw za granicą, reorientację geograficzną eksportu lub przesunięcia w łańcuchu dostaw) oraz wciąż duże (jednak malejące) zaległości produkcyjne. Otoczenie zewnętrzne pozostaje jednak trudne i będzie – w połączeniu z wygasającym boomem w krajowym budownictwie – oddziaływać w kierunku dalszego łagodnego spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej w Polsce. Ubiegłotygodniowe dane o inwestycjach w sektorze przedsiębiorstw 50+ w II kw. (patrz powyżej) są zgodne z naszym scenariuszem spowolnienia wzrostu nakładów inwestycyjnych ogółem w kolejnych kwartałach. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę spowolnienia wzrostu gospodarczego do 4,4% r/r w 2019 r. wobec 5,1% w 2018 r.

Oslabienie złotego po eskalacji wojen handlowych

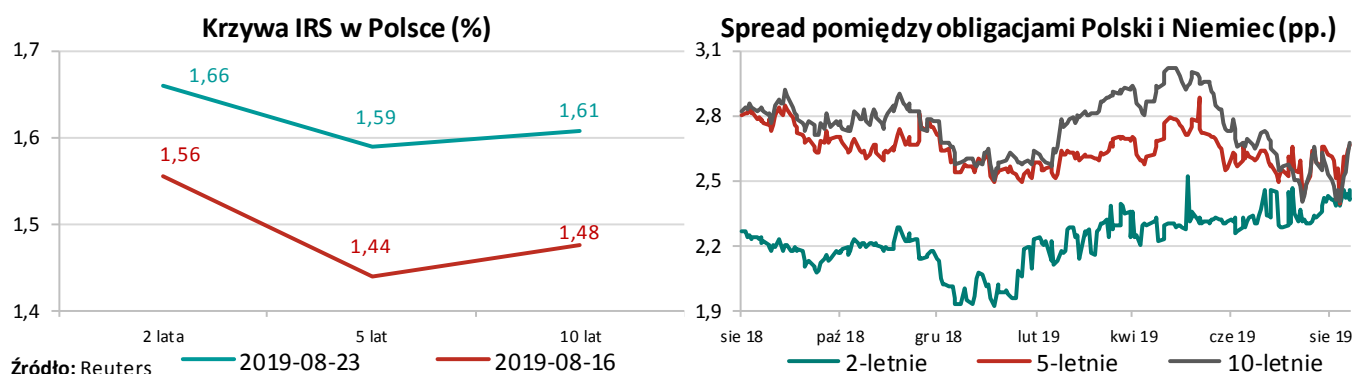


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3801 (osłabienie złotego o 1,0%). W poniedziałek obserwowaliśmy osłabienie złotego. Była to korekta po jego wyraźnym umocnieniu dwa tygodnie temu przy ograniczonych obrotach na rynku związanych z nieobecnością krajowych inwestorów. Poprawa nastrojów rynkowych związana z nasilającymi się oczekiwaniami na rozluźnienie polityki fiskalnej w strefie euro oddziaływała w kierunku lekkiego umocnienia złotego we wtorek i środę. Później do końca tygodnia osłabieniu złotego względem euro sprzyjał wzrost globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlany zwiększeniem indeksu VIX. Deprecjacja złotego była szczególnie widoczna po piątkowej eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny (patrz powyżej). Publikacja licznych krajowych danych miała ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

W ubiegłym tygodniu doszło również do osłabienia dolara względem euro w reakcji na bardziej gołębi od oczekiwań wydzwięk wystąpienia prezesa FOMC na sympozjum w Jackson Hole oraz eskalację wojny handlowej pomiędzy USA i Chinami.

W tym tygodniu istotne dla złotego mogą być dane nt. krajowej inflacji. Naszym zdaniem będą one oddziaływały w kierunku umocnienia złotego. Neutralne dla złotego będą najprawdopodobniej publikacje danych z USA (PKB, zamówienia na dobra trwałe, wskaźniki koniunktury konsumenckiej) oraz ze strefy euro (inflacja i niemiecki indeks Ifo). Dane o krajowym PKB w II kw. nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Uważamy, że ze względu na ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych kurs złotego będzie w tym tygodniu kształtowany przede wszystkim przez nastroje na globalnym rynku determinowane przez oczekiwania inwestorów dotyczące perspektyw polityki FED i EBC, a także konfliktu handlowego na linii USA-Chiny.

Rosnąca awersja do ryzyka podbiła stawki IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,66 (wzrost o 10pb), 5-letnie do 1,59 (wzrost o 15pb), a 10-letnie do 1,61 (wzrost o 13pb). W poniedziałek mieliśmy do czynienia ze wzrostem stawek IRS związanym z zapowiedziami możliwości rozluźnienia polityki fiskalnej w Niemczech. We wtorek doszło do częściowej korekty. Od środy do końca tygodnia stawki IRS znajdowały się w lekkim trendzie wzrostowym wspieranym przez spadek cen długu na rynkach bazowych (nasilające się oczekiwania na łagodzenie polityki fiskalnej w strefie euro) oraz rosnący spread pomiędzy polskimi i niemieckimi obligacjami (efekt wzrostu awersji do ryzyka). Krajowe dane miały ograniczony wpływ na krzywą.

Uważamy, że zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o inflacji będzie oddziaływała w kierunku wzrostu stawek IRS. Oczekujemy, że ze względu na ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych stawki IRS w tym tygodniu będą pozostawać pod wpływem nastrojów na globalnym rynku determinowanych przez oczekiwania inwestorów dotyczące perspektyw polityki FED i EBC, a także konfliktu handlowego na linii USA-Chiny. Zaplanowane publikacje danych z USA, strefy euro i Niemiec będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Finalny odczyt tempa wzrostu PKB w Polsce również nie powinien mieć istotnego wpływu na notowania stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,36
Kurs USDPLN*	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,94
Kurs CHFPLN*	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,00
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,7	5,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,6	0,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,3	
Saldo ROB (mln EUR)	-754	-1005	-876	-405	343	-1126	2438	-718	116	720	874	21		
Eksport (r/r, % EUR)	12,0	8,9	-1,5	13,2	8,1	1,7	5,4	9,9	7,8	10,1	12,7	-1,6		
Import (r/r, % EUR)	12,4	14,0	4,2	18,1	9,2	2,2	1,6	7,8	2,6	8,5	11,3	-3,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

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

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 26.08.2019 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Lipiec	5,3	5,3	5,3
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Sierpień	95,7	92,0	95,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Lipiec	1,9	2,0	1,1
Wtorek 27.08.2019 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	II kw.	-0,1	-0,1	-0,1
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Czerwiec	0,1		
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Sierpień	-12,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	135,7	130,0	130,0
Środa 28.08.2019 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Lipiec	4,5		4,7
Czwartek 29.08.2019 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Sierpień	-0,12		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	1,1	1,1	1,2
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	II kw.	2,1	2,0	2,0
Piątek 30.08.2019 r.						
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	4,7	4,5	4,5
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	2,9	2,9	2,8
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	1,0	1,0	1,0
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	7,5		7,5
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Lipiec	0,2		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Sierpień	44,4		47,5
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Sierpień	92,1	93,0	92,1
Sobota 31.08.2019 r.						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Sierpień	49,7		49,6

* 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