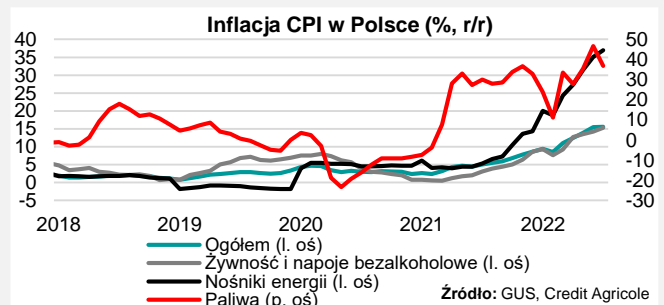


W tym tygodniu

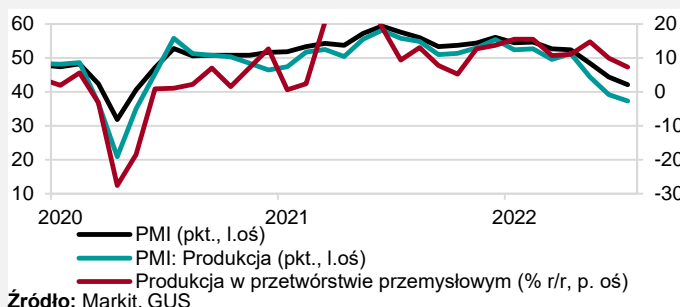
- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja danych o sierpniowej inflacji w Polsce oraz finalnego szacunku PKB w II kw. wraz z jego strukturą.** Naszym zdaniem inflacja ogółem zmniejszyła się w sierpniu do 15,2% r/r wobec 15,6% w lipcu. W kierunku wolniejszego wzrostu cen w sierpniu oddziaływała niższa dynamika cen paliw i innych nośników energii. Jednocześnie inflacja bazowa i tempo wzrostu cen żywności najprawdopodobniej zwiększyły się w sierpniu w porównaniu do lipca. Uważamy, że dynamika PKB ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniesie 5,3% r/r w II kw. wobec 8,5% w I kw. Naszym zdaniem głównym źródłem zmniejszenia dynamiki PKB w II kw. w porównaniu do I kw. był niższy wkład przyrostu zapasów. Dane o strukturze wzrostu gospodarczego (w szczególności tempo wzrostu konsumpcji i inwestycji) będą istotne w kontekście oceny prawdopodobieństwa wystąpienia spadku odsezonowanego PKB w III kw. (a tym samym wystąpienia tzw. technicznej recesji, por. MAKROpuls z 17.08.2022). Nasza prognoza inflacji kształtuje się poniżej konsensusu (15,4%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskiego długu. Z kolei publikacja danych o PKB nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na ceny polskich aktywów.
- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 325 tys. osób w sierpniu wobec wzrostu o 528 tys. w lipcu, przy jednoczesnej stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,5%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 200 tys. w sierpniu wobec 128 tys. w lipcu). W czwartek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który naszym zadaniem zmniejszył się do 51,5 pkt. w sierpniu wobec 52,8 pkt. w lipcu, co będzie spójne z wskazaniami regionalnych badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks Conference Board zwiększył się w sierpniu do 98,0 pkt. wobec 95,7 pkt. w lipcu ze względu na spadek cen paliw oddziałujący pozytywnie na nastroje gospodarstw domowych. Publikacje danych z USA powinny być neutralne dla rynków finansowych.
- W środę opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w sierpniu do 9,1% r/r wobec 8,9% w lipcu, co w znacznym stopniu wynikało z dalszego wzrostu inflacji bazowej (do 4,2% r/r z 4,0%). We wtorek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 8,9% r/r w sierpniu z 8,5% w lipcu. Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem lekko negatywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Rynek oczekuje, że indeks CFLP PMI ukształtował się w sierpniu ponownie poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności (49,2 pkt. wobec 49,2 pkt. w lipcu). Zgodnie z konsensem wskaźnik Caixin PMI spadł do 50,2 pkt. w sierpniu wobec 50,4 pkt. w lipcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia nastrojów przedsiębiorstw są zakłócenia w dostawach energii elektrycznej (wydajność elektrowni wodnych jest ograniczana przez suszę), mające negatywny wpływ na aktywność w chińskim przetwórstwie przemysłowym. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.



W czwartek opublikowane zostaną sierpniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.

Oczekujemy, że wskaźnik PMI spadł do 41,5 pkt. z 42,1 pkt. w lipcu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi pogorszenie koniunktury odnotowane w

badaniach GUS, jak również spadek indeksu PMI dla strefy euro (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje blisko konsensusu (41,6 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się do 18,4% r/r w lipcu wobec 19,9% w czerwcu, kształtując się nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego (18,3%) oraz poniżej naszej prognozy (20,3%). Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się w lipcu o 2,0% r/r wobec wzrostu o 3,2% w czerwcu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się w lipcu o 0,1% m/m wobec spadku o 2,8% w czerwcu, a tym samym obniżyła się ona już drugi miesiąc z rzędu. Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii (por. MAKROpuls z 22.08.2022). W naszej ocenie odzwierciedla to pogarszające się nastroje konsumenckie związane z negatywnym wpływem rosnącej inflacji na dochody rozporządzalne gospodarstw domowych (por. MAKROpuls z 12.08.2022), a także coraz silniejsze spowolnienie wzrostu gospodarczego (por. MAKROpuls z 17.08.2022). Wsparcie dla takiej oceny stanowią opublikowane dwa tygodnie temu wyniki badań koniunktury konsumenckiej GUS, zgodnie z którymi Bieżący Wskaźnik Ufności Konsumenckiej (BWUK) ukształtował się w sierpniu na najniższym poziomie w historii. Uważamy, że słabe nastroje konsumenckie pozostaną w najbliższych miesiącach głównym czynnikiem ograniczającym wzrost realnej sprzedaży detalicznej. W konsekwencji podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą silne spowolnienie konsumpcji w III kw. (0,6% r/r w III kw. wobec 6,5% w II kw.).

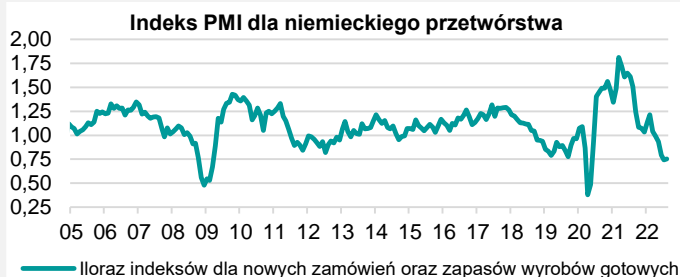
Produkcja budowlano-montażowa w Polsce zwiększyła się o 4,2% r/r w lipcu wobec 5,9% w czerwcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (6,1%) i naszej prognozy (5,5%). W kierunku spadku dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy czerwcem a lipcem oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w lipcu o 0,5% m/m. W konsekwencji, ukształtowała się ona na poziomie niższym (o 4,7%) niż w lutym 2020 r., a więc w miesiącu, w którym pandemia nie wywierała jeszcze istotnego wpływu na aktywność w budownictwie. Kontynuacja spadku produkcji budowlano-montażowej była wcześniej sygnalizowana przez pogarszające się wskaźniki koniunktury w budownictwie, w szczególności zmniejszający się bieżący portfel zamówień znajdujący odzwierciedlenie w niższym wykorzystaniu mocy wytwórczych (por. MAKROpuls z 22.08.2022). Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w najbliższych miesiącach aktywność w budownictwie będzie ograniczana przez narastające bariery podażowe (brak wykwalifikowanych pracowników i silny wzrost materiałów budowlanych) i popytowe (zmniejszenie dostępności kredytów mieszkaniowych i spadek popytu gotówkowego na mieszkania związane z niepewnością towarzyszącą wojnie w Ukrainie).

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w sierpniu do 49,2 pkt. wobec 49,9 pkt. w lipcu, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (49,0 pkt.).

Jednocześnie jest to jego najniższa wartość od lutego 2021 r. Na

zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI złożyły się spadek składowej dla aktywności biznesowej w usługach oraz wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Spadek zagregowanych indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w Niemczech oraz we Francji. W danych na szczególną uwagę zasługuje silne wyhamowanie popytu widoczne zarówno w przetwórstwie, jak i w sektorze usług, które wynika ze spadku siły nabywczej kupujących będącego efektem utrzymującej się silnej presji inflacyjnej. Z szczególnie trudną sytuacją mamy do czynienia w przetwórstwie, gdzie zapasy wyrobów gotowych, czyli innymi słowy zapasy niesprzedanej produkcji, rosną w rekordowym tempie. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że w warunkach niższego popytu pojawiają się pierwsze sygnały słabnącej presji inflacyjnej, co widać w spadku składowych dla cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w procesie produkcji, jak i dóbr finalnych oferowanych przez ankietowane firmy. Należy jednak podkreślić, że mimo to presja inflacyjna pozostaje silna. Z punktu widzenia polskiego eksportu na szczególną uwagę zasługuje sytuacja w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się w sierpniu do 49,8 pkt. wobec 49,3 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48,3 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, czasu dostaw oraz zapasów. Nieco wolniejszy spadek aktywności w niemieckim przetwórstwie niż przed miesiącem znalazł odzwierciedlenie w wyższym optymizmie ankietowanych firm, które choć nadal spodziewają się obniżenia produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, to uważają, że będzie on płytszy niż wcześniej oczekiwali. W danych na szczególną uwagę zasługują również tendencje widoczne na poziomie całej strefy euro, czyli dalszy silny wzrost niesprzedanej produkcji. W konsekwencji w sierpniu odnotowano ponowny spadek stosunku indeksu nowych zamówień do zapasów, co sugeruje, że w kolejnych miesiącach firmy będą najprawdopodobniej redukować bieżącą produkcję, dopasowując jej skalę do spadającego popytu. Wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zmniejszy się w III kw. do 0,2% wobec 0,6% w II kw. Uwzględniając napływające dane dostrzegamy coraz wyższe prawdopodobieństwo, że gospodarka strefy euro wejdzie w III kw. w recesję.

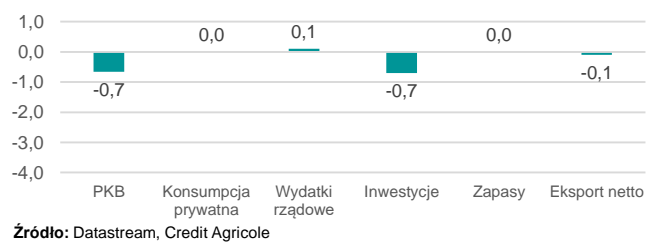
Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zmniejszył się w sierpniu do 88,5 pkt. wobec 88,7 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (86,7 pkt.). Nieznaczny spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano jedynie w handlu, podczas gdy sytuacja w przetwórstwie nie zmieniła się, a w budownictwie i usługach doszło do jej lekkiej poprawy. W komunikacie zwrócono uwagę na szczególnie trudną sytuację w niemieckim przemyśle chemicznym, co w znacznym stopniu wynika z utrzymującego się silnego wzrostu cen na rynku gazu. Publikacja sierpniowego indeksu Ifo, w połączeniu z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu indeksami PMI (patrz powyżej), stanowi istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy się w III kw. do 0,3% wobec 0,1% w II kw. Uwzględniając napływające dane dostrzegamy coraz wyższe prawdopodobieństwo, że niemiecka gospodarka wejdzie w III kw. w recesję.



Źródło: Markit, Credit Agricole

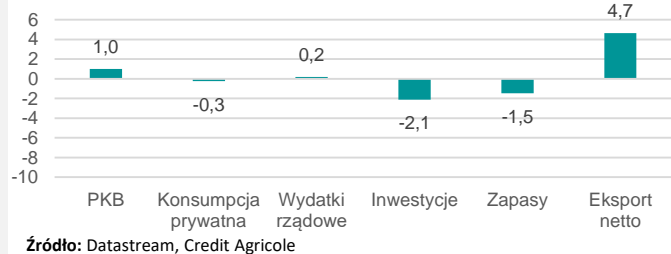
Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB zmniejszyła się w II kw. do 0,1% wobec 0,8% w I kw. (1,8% r/r w II kw. wobec 3,9% w I kw.), kształtując się powyżej wstępnego szacunku (0,0% kw/kw i 1,5% r/r). Najważniejszą przyczyną spowolnienia wzrostu PKB pomiędzy I kw. a II kw. był niższy wkład inwestycji. Jednocześnie głównym źródłem wzrostu gospodarczego w II kw. były wydatki rządowe, podczas gdy w I kw. były to *ex aequo* wydatki rządowe, konsumpcja prywatna oraz inwestycje. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2022 r. niemiecki PKB zwiększy się o 1,7% wobec wzrostu o 2,6% w 2021 r.

Zmiana tempa wzrostu niemieckiego PKB i wkładów jego składowych (pp., II kw. 2022 r. względem I kw. 2022 r.)



W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. zwiększyło się do -0,6% wobec -1,6% w I kw. oraz -0,9% w pierwszym szacunku. Tym samym drugi szacunek potwierdził, że II kw. br. był drugim kwartałem z rzędu spadku PKB, co oznacza, że USA weszły w I kw. br. w techniczną recesję. W największym stopniu do zwiększenia dynamiki PKB pomiędzy I kw. a II kw. przyczynił się wyższy wkład eksportu netto, a w kierunku jej obniżenia oddziaływały przede wszystkim niższe wkłady inwestycji i zapasów. Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w II kw. był eksport netto, podczas gdy w I kw. były to inwestycje. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, których miesięczna dynamika obniżyła się w lipcu do 0,0% wobec 2,2% w czerwcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,5%). W czerwcu zamówienia na dobra trwałe zostały istotnie podbite przez wyższe zamówienia na samoloty wojskowe (por. MAKROmapa z 01.08.2022). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 0,3%. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się w lipcu do 8,5% r/r wobec 8,8% w czerwcu i 8,7% w II kw., co w naszej ocenie wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji ożywienia inwestycji w USA w II poł. br. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży nowych domów (511 tys. w lipcu wobec 585 tys. w czerwcu – najniższa wartość od stycznia 2016 r.), które potwierdziły utrzymujący się w ostatnich miesiącach spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości związany w znacznym stopniu ze wzrostem kosztu kredytów hipotecznych. Na utrzymujące się słabe nastroje amerykańskich konsumentów mimo lekkiego wzrostu wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan (58,2 pkt. w lipcu wobec 51,5 pkt. w lipcu i 55,1 pkt. we wstępnym szacunku). W danych na uwagę zasługuje spadek mediany dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie roku, która obniżyła się drugi miesiąc z rzędu, co może wskazywać na pierwsze oznaki stabilizacji oczekiwań inflacyjnych amerykańskich gospodarstw domowych. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 2,6% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r.

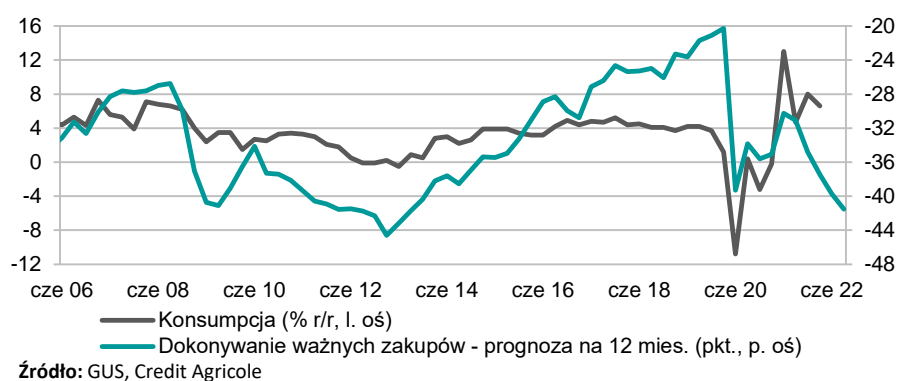
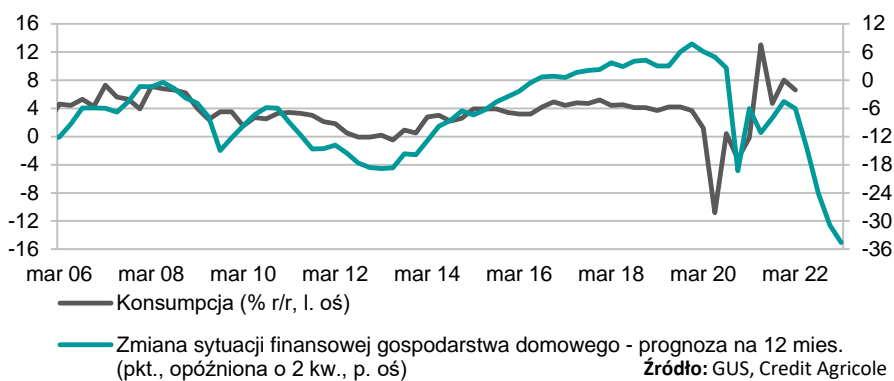
Zmiana tempa amerykańskiego PKB i wkładów jego składowych (pp., II kw. 2022 r. wobec I kw. 2022 r.)



W ubiegłym tygodniu miało miejsce wystąpienie szefa Rezerwy Federalnej J. Powella na konferencji banków centralnych w Jackson Hole. Podkreślił on, że nadrzędnym zadaniem Fed jest sprowadzenie inflacji do celu inflacyjnego, a zapewnienie stabilności cen jest „bezwarunkową” odpowiedzialnością Rezerwy Federalnej. Powell powiedział, że konieczne będzie przyjęcie restrykcyjnego podejścia w polityce pieniężnej, dając wyraźnie do zrozumienia,

że to nie koniec podwyżek stóp procentowych w USA. Choć Powell podtrzymał swoją ocenę, że „w pewnym momencie” właściwe będzie zmniejszenie tempa podwyżek, to zaznaczył jednocześnie, że „przywrócenie stabilności cen będzie prawdopodobnie wymagało utrzymania przez pewien czas restrykcyjnej polityki pieniężnej”. Powell zwrócił również uwagę, że przywracanie stabilności cen może być bolesne dla gospodarstw domowych i firm, niemniej koszt ewentualnej porażki w walce z inflacją byłby znacznie wyższy. W naszej ocenie wskazuje to jednoznacznie, że funkcja celu Rezerwy Federalnej jest obecnie skoncentrowana na obniżaniu inflacji, stąd jest ona skłonna tolerować większą skalę spowolnienia gospodarczego wynikającego z restrykcyjnej polityki pieniężnej. Podtrzymujemy naszą ocenę, że Fed dokona w tym roku jeszcze trzech podwyżek stóp procentowych (o 50pb we wrześniu, o 50pb w listopadzie i o 25pb w grudniu), po czym zakończy cykl podwyżek. Dostrzegamy jednocześnie ryzyko, że Rezerwa Federalna może zdecydować się na większą skalę podwyżki we wrześniu (o 75pb zamiast 50pb), co zależeć będzie od napływających danych. Wypowiedzi Powella są jednocześnie spójne z naszą zrewidowaną ścieżką kursu EURUSD, zakładającą jego nieznaczny wzrost do 1,02 za euro na koniec br. i do 1,10 na koniec 2023 r.

Słabnie popyt na dobra trwałego użytku



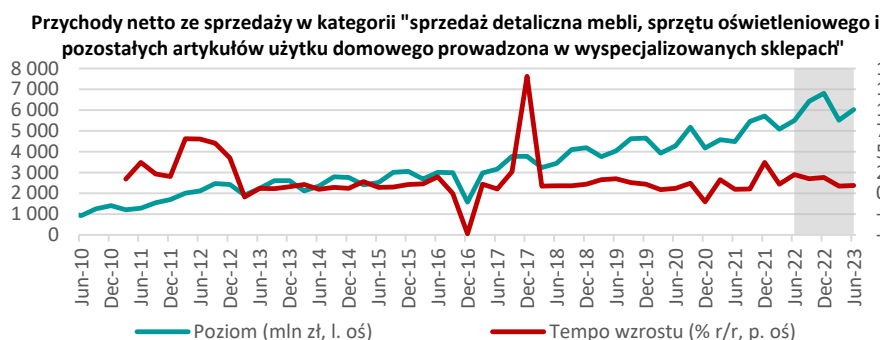
W ostatnich miesiącach obserwujemy znaczące pogorszenie koniunktury konsumenckiej (por. MAKROpuls z 21.07.2022). Jest ono efektem utrzymującego silnego wzrostu inflacji i spadku realnych wynagrodzeń, a także pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego. Pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych znajduje odzwierciedlenie w wyraźnym spadku wskaźników koniunktury dla oczekiwanej w horyzoncie 12 miesięcy sytuacji finansowej oraz dokonywania ważnych zakupów. W połączeniu z wysokim poziomem stóp procentowych słabsze nastroje konsumentów mają silny negatywny wpływ na akcję kredytową zarówno w segmencie kredytów konsumpcyjnych, jak i hipotecznych, a w konsekwencji również na aktywność na rynku nieruchomości. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena perspektyw popytu gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku.

W naszej analizie popyt gospodarstw domowych na dobra trwałe przybliżyliśmy kwartalnymi przychodami netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach”. Źródłem danych jest PONT Info i dotyczą one firm zatrudniających co najmniej 50 osób. Popyt w tej kategorii można zdekomponować na dwie składowe. Pierwszą składową jest popyt zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które wprowadzają się do nowego mieszkania (domu) lub robią jego generalny remont i potrzebują je urządzić. Drugą składową popytu jest popyt zgłaszany przez gospodarstwa

domowe, które doposażają swoje mieszkanie (dom) lub wymieniają dobra trwałe na nowsze. W ten sposób w naszej analizie jesteśmy w stanie ująć szerokie spektrum popytu na dobra trwałe.

W celu oceny perspektyw popytu gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku w pierwszym kroku naszej analizy zbudowaliśmy model ekonometryczny, w którym przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach” objaśniamy przez następujące zmienne:

- **Mieszkania i domy w budowie.** Celem tej zmiennej jest przybliżenie popytu na dobra trwałe zgłaszanego przez gospodarstwa domowe, które wprowadzają się do nowego mieszkania (domu) lub robią jego generalny remont. Im więcej mieszkań i domów w budowie, tym wyższy popyt na meble, sprzęt oświetleniowy i pozostałe artykuły użytku domowego.
- **Kredyt konsumpcyjny.** Zmienna ta przybliża popyt na dobra trwałe zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które finansują ich zakup kredytem konsumpcyjnym. W konsekwencji im wyższe tempo wzrostu wolumenu udzielanych kredytów konsumpcyjnych, tym wyższa sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego.
- **Kurs EURPLN.** Branża meblarska w Polsce charakteryzuje się wysokim udziałem sprzedaży na eksport w strukturze przychodów. W konsekwencji wzrost kursu EURPLN prowadzi do zwiększenia konkurencyjności polskiego eksportu. To z kolei podbija krajowe ceny prowadząc do wzrostu nominalnej sprzedaży.

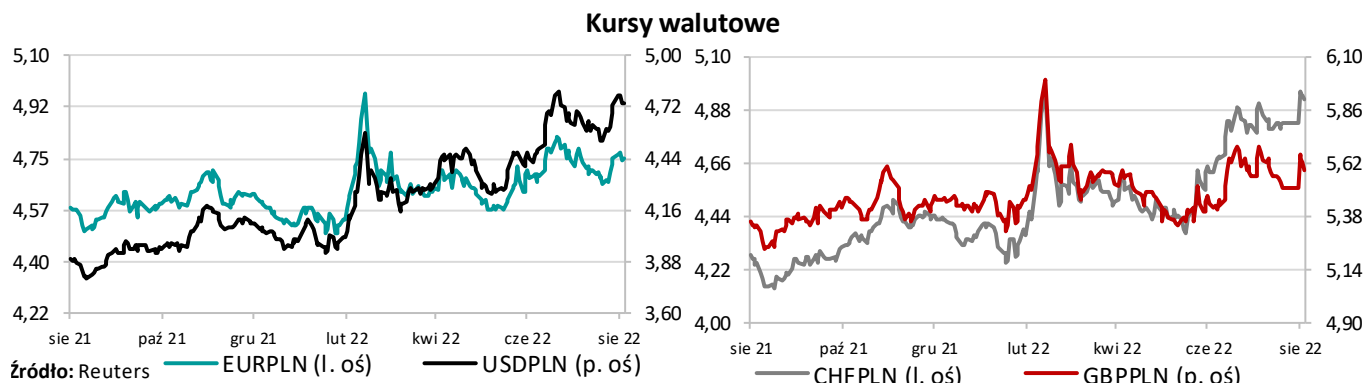


Źródło: PONT Info, Credit Agricole

W drugim kroku naszej analizy przygotowaliśmy prognozę naszej zmiennej objaśnianej w horyzoncie jednego roku. Wskazuje ona na lekkie wyhamowanie dynamiki przychodów netto ze sprzedaży w badanej kategorii, przy czym jej wyraźniejszy spadek zostanie odnotowany dopiero w I poł. 2023 r. Będzie to spowodowane oczekiwanym przez nas dalszym

obniżaniem się liczby mieszkań w budowie, zmniejszeniem akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych, jak nieznaczną aprecjacją kursu złotego względem euro (por. MAKROMAPA z 04.07.2022). Uzyskane przez nas wyniki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego znaczące wyhamowanie konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach (por. tabela kwartalna).

Dane o inflacji w Polsce i w strefie euro mogą osłabić złotego

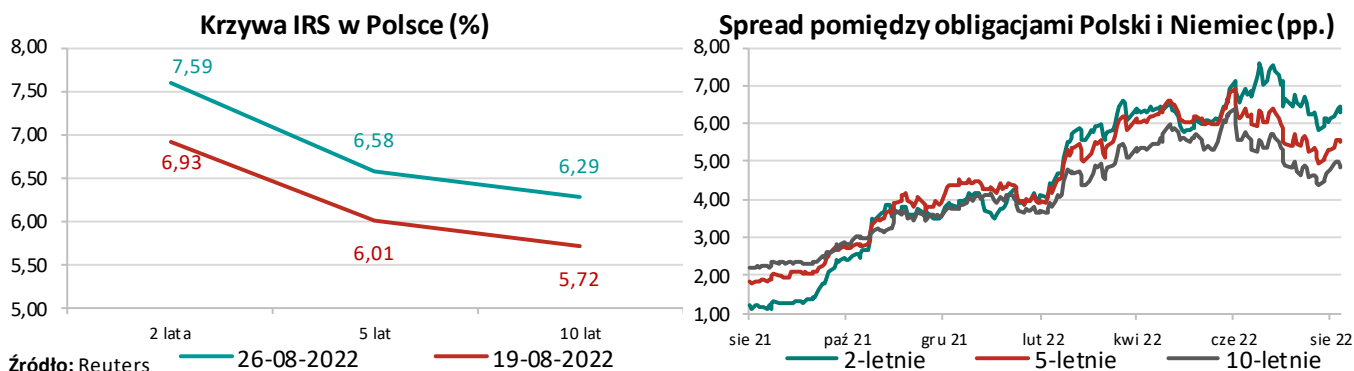


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,7493 (brak zmian w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). W ubiegłym tygodniu kurs złotego charakteryzował się relatywnie niską zmiennością. Liczne publikacje danych makroekonomicznych, w tym wyniki badań koniunktury w najważniejszych gospodarkach strefy euro, nie miały istotnego wpływu na kurs złotego i był on determinowany przede wszystkim przez niewielkie wahania awersji do ryzyka odzwierciedlane indeksem VIX.

Z niską zmiennością mieliśmy do czynienia również w przypadku kursu EURUSD, który po osiągnięciu parytetu pozostaje w trendzie bocznym. Jastrzębie wystąpienie szefa Rezerwy Federalnej J. Powella podczas piątkowej konferencji w Jackson Hole doprowadziło do lekkiego umocnienia dolara względem euro. Wystąpienie Powella jest spójne z naszą zrewidowaną prognozą kursu EURUSD, zakładającą jego nieznaczny wzrost do 1,02 na koniec br.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą zaplanowane na środę publikacje wstępnych danych o inflacji w Polsce i w strefie euro. W przypadku realizacji naszych prognoz obie publikacje mogą sprzyjać osłabieniu złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Jednocześnie istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje wpływające na ocenę ryzyka wystąpienia szoku gazowego w Europie, który może istotnie osłabić perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.

Dane o inflacji w Polsce i w strefie euro w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 7,59 (wzrost o 66pb), 5-letnie do 6,58 (wzrost o 57pb), a 10-letnie do 6,29 (wzrost o 57pb). W ubiegłym tygodniu doszło do silnego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia stawek IRS były

rosnące obawy inwestorów o to, że kryzys energetyczny doprowadzi do dalszego wzrostu inflacji. Rynek kontraktów FRA wycenia jeszcze podwyżki w skali ok. 75pp, co jest spójne z naszą prognozą.

W tym tygodniu kluczowa dla stawek IRS będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. W przypadku realizacji naszej niższej od oczekiwań rynku prognozy dane mogą doprowadzić do spadku stawek IRS. W przeciwnym kierunku może oddziaływać natomiast przewidziana na ten sam dzień publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. Pozostałe publikacje danych z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym czynnikiem kształtującym krzywą pozostaną informacje wpływające na ocenę ryzyka wystąpienia szoku gazowego w Europie, który może istotnie osłabić perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50
Kurs EURPLN*	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,75
Kurs USDPLN*	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,74
Kurs CHFPLN*	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,75
Inflacja CPI (r/r, %)	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,6	13,1	8,7	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	24,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	8,9	10,7	11,1	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	4,9	4,9	
Saldo ROB (mln EUR)	-1017	-527	-1817	-1368	-1269	-2685	-1046	-3787	-4010	-3476	-1485	-1468		
Eksport (r/r, % EUR)	9,2	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	19,9	11,2	18,7	7,9	27,2	25,8		
Import (r/r, % EUR)	16,3	33,6	22,4	24,2	23,9	35,1	35,0	22,1	38,2	24,5	36,4	31,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,5	5,3	0,9	0,1	-0,2	1,0	2,7	3,8	5,9	3,4	1,9	
Konsumpcja (% r/r)	6,6	6,5	0,6	0,5	1,0	1,5	0,7	1,3	6,1	3,4	1,1	
Inwestycje (% r/r)	4,3	0,7	-0,8	-0,8	0,3	2,5	3,8	4,8	3,8	0,4	3,2	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,0	2,0	3,1	3,2	1,8	0,5	2,9	4,5	11,8	2,6	2,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,8	4,9	0,4	0,9	0,7	-1,3	5,1	7,0	15,9	3,5	2,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,9	3,7	0,3	0,2	0,6	0,9	0,4	0,7	3,4	1,9	0,6
	Inwestycje (pp.)	0,6	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,6	1,0	0,7	0,1	0,5
	Eksport netto (pp.)	-3,8	-1,5	1,6	1,4	0,7	1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-0,5	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,8	-4,0	-3,5	-3,6	-3,8	-3,4	-3,7	-4,3	-0,7	-3,6	-4,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	4,9	4,7	5,0	5,3	5,0	4,7	5,0	5,4	5,0	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	2,0	2,2	2,2	1,2	0,7	0,3	1,8	1,8	1,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	10,3	10,2	10,0	8,3	7,5	6,9	8,9	10,5	8,2	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	15,9	14,7	13,9	8,7	6,1	5,0	5,1	13,6	8,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,38	7,38	7,38	7,38	6,63	6,01	2,54	7,38	6,01	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	7,00	7,25	7,25	7,25	7,25	6,25	1,75	7,25	6,25	
EURPLN**	4,64	4,70	4,77	4,75	4,75	4,73	4,70	4,65	4,58	4,75	4,65	
USDPLN**	4,19	4,48	4,72	4,66	4,61	4,50	4,39	4,23	4,03	4,66	4,23	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 30.08.2022 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Sierpień	1,14		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	8,5	8,9	8,7
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Czerwiec	1,3		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	95,7	98,0	97,4
Środa 31.08.2022 r.						
3:30	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Sierpień	49,0		49,2
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	8,5	5,3	5,3
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	15,6	15,2	15,4
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	8,9	9,1	9,0
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Sierpień	52,1		52,0
Czwartek 01.09.2022 r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	50,4		50,2
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	42,1	41,5	41,6
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	49,8	49,8	49,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	49,7	49,7	49,7
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	6,6		6,6
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Czerwiec	128		200
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	51,3		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,8	51,5	52,0
Piątek 02.09.2022 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	6,4		4,6
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	35,8		37,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	3,5	3,5	3,5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Sierpień	528	325	285
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	2,0	-1,0	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