

W tym tygodniu




- **Najistotniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja wrześniowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro wzrósł do 52,0 pkt. we wrześniu wobec 51,9 pkt. w sierpniu. Na zwiększenie wskaźnika złożyły się poprawa koniunktury w Niemczech oraz jej nieznaczne pogorszenie we Francji. Jednocześnie oczekujemy, że indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa wzrośnie we wrześniu do 44,5 pkt. wobec 43,5 pkt. W czwartek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się we wrześniu do 94,1 pkt. wobec 94,3 pkt. w sierpniu. 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.
- **Dzisiaj poznamy dane o produkcji budowlano-montażowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji obniżyła się w sierpniu do 0,2% r/r wobec 6,6% w lipcu. W kierunku spadku jej dynamiki oddziaływały niekorzystne efekty statystyczne w postaci różnicy w liczbie dni roboczych oraz wysokiej ubiegłorocznej bazy. Nasza prognoza kształtuje się poniżej oczekiwań rynkowych (1,9%), jednak jej materializacja będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA.** W piątek opublikowany zostanie trzeci szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę do 2,1% wobec 2,0% w drugim szacunku, co będzie efektem nieznacznie wyższych wkładów wydatków rządowych oraz konsumpcji prywatnej. Prognozujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe obniżyły się o 0,5% m/m w sierpniu wobec wzrostu o 2,0% w lipcu z uwagi na niższe zamówienia na samoloty w firmie Boeing. Oczekujemy, że nieznaczny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w sierpniu potwierdzą dane dotyczące sprzedaży nowych domów (659 tys. w sierpniu wobec 635 tys. w lipcu). Na utrzymujące się dobre nastroje konsumenckie wskażą natomiast indeks Conference Board (133,0 pkt. we wrześniu wobec 135,1 pkt. w sierpniu) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (93,0 pkt. we wrześniu wobec 89,8 pkt. w sierpniu i 92,0 pkt. we wstępnym szacunku). Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z USA na kurs złotego oraz rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- **Na piątek zaplanowana jest aktualizacja długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Fitch.** W marcu br. Fitch utrzymał długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, wspierane przez dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz „odpowiedzialną politykę gospodarczą”. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu były relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz relatywnie wysoki dług zagraniczny netto. Oczekujemy, że Fitch uwzględni w swoich prognozach pakiet fiskalny ogłoszony przez rząd w kwietniu w Aktualizacji Planu Konwergencji 2019 i potwierdzony w projekcie budżetu na 2020 r., co zaowocuje obniżeniem prognozowanego przez Fitch deficytu i długu sektora finansów publicznych w latach 2020-2021. W efekcie, spodziewany deficyt sektora finansów publicznych oddali się od granicy 3% PKB, której przekroczenie byłoby – w świetle wcześniejszych komunikatów Fitch – silnie negatywne dla ratingu. Naszym zdaniem Fitch zasygnalizuje również ryzyko dla stabilności sektora finansowego związane z możliwymi konsekwencjami dla sektora bankowego zaplanowanego na 3.10.2019 wyroku TSUE dotyczącego kredytów mieszkaniowych nominowanych we frankach

szwajcarskich. Uważamy, że Fitch utrzyma rating kredytowy na poziomie A- i jego stabilną perspektywę. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nią nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.



W zeszłym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia było posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym FED obniżył przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 25pb do [1,75%; 2,00%]. Jako uzasadnienie swojej decyzji o złagodzeniu polityki monetarnej FED wskazał pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz ograniczoną presję inflacyjną w USA. Po posiedzeniu opublikowane zostały także najnowsze projekcje ekonomiczne członków FED (patrz poniżej). W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w październiku lub grudniu FED obniży stopy procentowe o kolejne 25pb, antycypując dalsze pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, a w 2020 r. dokona jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych po 25pb. Rynek wycenia obecnie obniżkę o niecałe 20pb do końca 2019 r. oraz o 40pb do kwietnia 2020 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w sierpniu do 0,6% wobec -0,1% w lipcu. W kierunku jej wzrostu oddziaływała wyższa dynamika produkcji w przetwórstwie oraz w górnictwie. Jednocześnie stopień wykorzystania mocy wytwórczych zwiększył się w sierpniu do 77,9% wobec 77,5% w lipcu. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. pozwoleń na budowę domów (1419 tys. w sierpniu wobec 1317 tys. w lipcu), rozpoczętych budów domów (1364 tys. wobec 1215 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,49 mln wobec 5,42 mln), które wskazały na silny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w sierpniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także regionalne wyniki badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State obniżył się we wrześniu do 2,0 pkt. wobec 4,8 pkt. w sierpniu, podczas gdy indeks Philadelphia FED spadł we wrześniu do 12,0 pkt. wobec 16,8 pkt. w sierpniu, wskazując na nieznaczne pogorszenie koniunktury. Ubiegłotygodniowe dane z USA są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą w sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w III kw. do 2,0% wobec 2,1% w II kw.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB utrzymał swoją główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (-0,75%), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W komunikacie po posiedzeniu zaznaczono, że ostatnio doszło do umocnienia efektywnego kursu franka szwajcarskiego (czyli nominalnego kursu CHF ważonego strukturą handlu zagranicznego Szwajcarii), a sytuacja na rynku walutowym pozostaje niestabilna. W efekcie konieczne jest utrzymanie ujemnych stóp procentowych oraz gotowości do interwencji walutowych w przypadku zaistnienia takiej potrzeby. SNB zdecydował się natomiast zmodyfikować mechanizm polegający na różnicowaniu (*tiering*) poziomu oprocentowania (względem ujemnej stopy depozytowej), jakim obciążane są banki komercyjne przy lokowaniu środków w banku centralnym. Do tej pory środki w wysokości do 20-krotności rezerwy obowiązkowej poszczególnych banków były oprocentowane na poziomie 0,0%, podczas gdy środki powyżej tego pułapu lokowane w SNB oprocentowane były na poziomie stopy depozytowej (-0,75%). Obecnie SNB zamierza co miesiąc ogłaszać wielkość pułapu dla środków lokowanych w banku centralnym po preferencyjnym oprocentowaniu. Od 1 października będzie to 25-krotność rezerwy obowiązkowej. SNB uzasadnił swoją decyzję tym, że niskie stopy procentowe na świecie mogą utrzymać się dłużej niż wcześniej oczekiwano. Sugeruje to, że SNB chce w ten sposób osłabić negatywny wpływ ujemnych stóp procentowych na stabilność szwajcarskiego systemu bankowego. Na konferencji po posiedzeniu zaprezentowana została

najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Zgodnie z wrześniową projekcją inflacja wyniesie 0,4% w 2019 r. (wobec 0,6% w czerwcowej projekcji) i 0,2% w 2020 r. (wobec 0,7%) oraz 0,6% w 2021 r. (1,1%). W projekcji obniżona została także prognoza wzrostu gospodarczego na 2019 r. (pomiędzy 0,5% a 1,0% wobec ok. 1,5% w czerwcowej projekcji). Decyzja SNB oraz komunikat po posiedzeniu są spójne z naszym scenariuszem dla EURCHF i EURPLN, zgodnie z którym kurs CHFPLN wyniesie 3,93 na koniec 2019 r., a na koniec 2020 r. spadnie do 3,71. Umocnienie złotego względem franka szwajcarskiego będzie związane z oczekiwanym przez nas obniżeniem kursu EURPLN do 4,27 na koniec 2020 r. oraz spodziewanym wzrostem kursu EURCHF do 1,15 na koniec 2020 r.

-  **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w sierpniu do -1,3% r/r wobec 5,8% w lipcu, co było znacząco poniżej naszej prognozy (0,1%) oraz konsensusu rynkowego (1,7%).** Do silnego zmniejszenia rocznej dynamiki produkcji przemysłowej w sierpniu w porównaniu z lipcem przyczyniły się efekty statystyczne w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz innego niż przed rokiem rozkładu przerw urlopowych w fabrykach samochodów. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa obniżyła się w sierpniu o 1,2% m/m. Tym samym jej 3-miesięczna średnia ruchoma ukształtowała się na poziomie najniższym od marca 2012 r. Kontynuacja spadku odsezonowanej produkcji przemysłowej wskazuje, że dekoniunktura u głównych partnerów handlowych Polski i spowolnienie w krajowym budownictwie mają coraz silniejszy negatywny wpływ na aktywność w polskim przemyśle (por. MAKROpuls z 19.09.2019). Jest to spójne z naszą oceną, zgodnie z którą spowolnienie aktywności w przemyśle ma charakter trwały. Dane o produkcji przemysłowej stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w III kw. (4,3% r/r wobec 4,5% w II kw.) oraz w całym 2019 r. (4,4% wobec 5,1% w 2018 r.).
-  **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w sierpniu w cenach bieżących o 6,0% r/r wobec wzrostu o 7,4% w lipcu, co było poniżej naszej prognozy (6,3%) i konsensusu rynkowego (6,5%).** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych obniżyła się w sierpniu do 4,4% r/r wobec 5,7% w lipcu. Do zmniejszenia rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w sierpniu w porównaniu z lipcem przyczyniły się efekty statystyczne w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz wysokiej bazy sprzed roku w kategoriach „żywność” oraz „meble, rtv, agd”. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu sprzedaży oddziaływała także jej niższa dynamika w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle, części” (por. MAKROpuls z 20.09.2019). Uważamy, że w kolejnych miesiącach dynamika sprzedaży detalicznej, wspierana przez transfery społeczne (w szczególności rozszerzony program 500+), ustabilizuje się na wysokim poziomie. Tym samym dane nie zmieniają naszej prognozy zakładającej przyspieszenie wzrostu konsumpcji w III kw. (4,6% r/r wobec 4,4% w II kw.).
-  **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wyniosła w sierpniu 6,8% r/r wobec 7,4% w lipcu.** Do obniżenia rocznej dynamiki płac w sierpniu w porównaniu z lipcem przyczynił się efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, a także efekty wysokiej ubiegłorocznej bazy w niektórych działach sektora przedsiębiorstw. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się do 2,6% r/r w sierpniu wobec 2,7% w lipcu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie obniżyło się w sierpniu o 7,6 tys. osób, co było największym spadkiem odnotowanym w tym miesiącu od 2011 r. Dotychczas głównym czynnikiem ograniczającym wzrost zatrudnienia w firmach był brak wykwalifikowanych pracowników. Silny spadek zatrudnienia w sierpniu sygnalizuje jednak, że rośnie znaczenie restrukturyzacji jako czynnika wpływającego na popyt na pracę (por. MAKROpuls z 18.09.2019). Szacujemy, że realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach zmniejszyła się w sierpniu do 6,5% r/r z 7,2% w lipcu i 7,1% w II kw. Uważamy, że w kolejnych miesiącach dynamika wynagrodzeń ograniczana będzie przez utrzymującą się niską inflację u głównych partnerów handlowych Polski, silny wzrost pozapłacowych kosztów pracy, realizowane przez firmy inwestycje zmniejszające pracochłonność produkcji, a także zapowiedziane przez rząd silne zwiększenie płacy minimalnej

w styczniu 2020 r.

- 
Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się we wrześniu do -22,5 pkt. wobec -44,1 pkt. w sierpniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-37,8 pkt). Zgodnie z komunikatem lekka poprawa nastrojów była efektem nieznaczonej deeskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny, zmniejszenia prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy, a także decyzji EBC o złagodzeniu polityki pieniężnej w strefie euro. Uważamy, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo spadku niemieckiego PKB w III kw. o 0,1% kw/kw, a więc wystąpienia tzw. technicznej recesji (w II kw. niemiecki PKB obniżył się o 0,1% kw/kw).
- 
Zrewidowaliśmy naszą ścieżkę kursu EURUSD. Obecnie oczekujemy, że kurs EURUSD na koniec 2019 r. wyniesie 1,11, a na koniec 2020 r. wzrośnie do 1,20. Uważamy, że w kierunku umocnienia euro względem dolara w 2020 r. oddziaływać będzie spadek niepewności wokół *Brexitu* (w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Wielka Brytania nie opuści UE bez umowy), a także prognozowane przez nas silniejsze od oczekiwań rynku łagodzenie polityki pieniężnej w USA, przy wysokim prawdopodobieństwie rozluźnienia polityki fiskalnej w niektórych krajach strefy euro. W konsekwencji obecnie prognozujemy, że kurs USDPLN na koniec 2019 r. wyniesie 3,89, a na koniec 2020 r. 3,56 (por. tabela kwartalna).

Projekcja FED ostudziła oczekiwania na dalsze obniżki stóp w USA

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym FED na ubiegłotygodniowym posiedzeniu **obniżył przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 25pb do [1,75%; 2,00%]**. Jako uzasadnienie swojej decyzji o złagodzeniu polityki monetarnej FED wskazał dalsze pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz ograniczoną presję inflacyjną w USA. Warto zaznaczyć, że decyzja FOMC nie była jednorodna. Jeden członek FOMC (J. Bullard) głosował za obniżką stóp o 50pb, podczas gdy dwóch członków FOMC (E. George i S. Rosengren) głosowało za pozostawieniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W komunikacie podtrzymana została zapowiedź, zgodnie z którą FED będzie podejmował odpowiednie działania w celu podtrzymania ożywienia gospodarczego, dobrej sytuacji na rynku pracy oraz zapewnienia kształtowania się inflacji na poziomie zbliżonym do symetrycznego celu inflacyjnego FED (2%). Zapis ten sygnalizuje możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w USA.

Po posiedzeniu przedstawiona została najnowsza projekcja makroekonomiczna FOMC. Nieznacznie podniosła się mediana oczekiwań dla tempa wzrostu gospodarczego. Zgodnie z wrześniową projekcją dynamika PKB wyniesie 2,2% w 2019 r. (2,1% w czerwcowej projekcji), 2,0% w 2020 r. (2,0%), 1,9% w 2021 r. (1,8%), 1,8% w 2022 r. oraz 1,9% w długim okresie (1,9%). Nieznacznie podniosła się także mediana oczekiwań dla stopy bezrobocia. Zgodnie z wrześniową projekcją stopa bezrobocia wyniesie 3,7% (3,6%), 3,7% w 2020 r. (3,7%), 3,8% w 2021 r. (3,8%), 3,9% w 2022 r. Nie zmieniła się natomiast szacowana przez FED stopa bezrobocia naturalnego, która zarówno w przypadku wrześniowej jak i czerwcowej projekcji wyniosła 4,2%. Na niezmiennym poziomie pozostały także ścieżki inflacji (1,5% w 2019 r., 1,9% w 2020 r., 2,0% w 2021 r. i 2,0% w 2020 r.) oraz inflacji bazowej (1,8% w 2019 r., 1,9% w 2020 r., 2,0% w 2021 r. i 2,0% w 2022 r.). Istotnie zmieniła się natomiast mediana oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. Członkowie FOMC oczekują obecnie, że stopy procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie do końca 2020 r. Z kolei zarówno w 2021 r. jak i w 2020 r. oczekują podwyżki o 25pb, co oznaczałoby powrót stóp do poziomu sprzed obniżki w lipcu br. Takie oczekiwania członków FOMC są spójne z wypowiedzią szefa FED J. Powella, który w lipcu uzasadniając obniżkę stóp procentowych powiedział, że nie oznacza ona rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki monetarnej w USA. Choć J. Powell nie powtórzył tego sformułowania na ubiegłotygodniowej konferencji, to jest ono spójne z oczekiwaniami członków FED dotyczącymi perspektyw gospodarczych w USA, które, uwzględniając wyniki wrześniowej projekcji, pozostają optymistyczne. W konsekwencji,

jastrzębi wydzwięk wrześniowej projekcji doprowadził do umocnienia dolara względem euro i wzrostu rentowności amerykańskich obligacji.

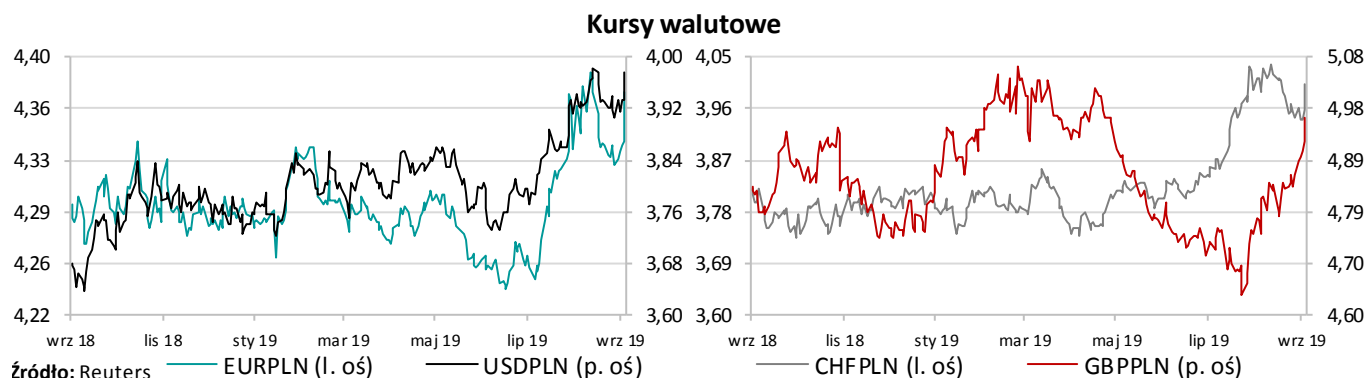
Wrześniowa projekcja makroekonomiczna członków FED*				
Wskaźnik	2019	2020	2021	2022
Wysokość stóp procentowych				
Projekcja wrześniowa	1,9%	1,9%	2,1%	2,4%
Projekcja czerwcową	2,4%	2,1%	2,4%	
Prognoza Credit Agricole	1,625%	1,125%		
Zmiana realnego PKB				
Projekcja wrześniowa	2,2%	2,0%	1,9%	1,8%
Projekcja czerwcową	2,1%	2,0%	1,8%	
Prognoza Credit Agricole	2,2%	1,1%		
Stopa bezrobocia - średnia z 4 kw.				
Projekcja wrześniowa	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%
Projekcja czerwcową	3,6%	3,7%	3,8%	
Prognoza Credit Agricole	3,7%	4,1%		
Inflacja bazowa				
Projekcja wrześniowa	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
Projekcja czerwcową	1,8%	1,9%	2,0%	
Prognoza Credit Agricole	1,9%	2,1%		

Źródło: Rezerwa Federalna, Credit Agricole.

Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji bazowej PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji. Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw. Wartość prognozy stóp procentowych stanowi środek przedziału, będącego medianę indywidualnych prognoz członków FOMC na koniec danego roku.

Mimo jastrzębiej projekcji FOMC podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym FED w październiku lub grudniu obniży stopy procentowe o 25 pb. Uważamy, że niepewność wokół perspektyw światowego wzrostu gospodarczego utrzyma się na wysokim poziomie w najbliższych kwartałach. W efekcie, naszym zdaniem FED zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp procentowych antycypując niekorzystny wpływ dalszego pogorszenia perspektyw światowego wzrostu gospodarczego na aktywność gospodarczą w USA. Z kolei w 2020 r. zakładamy kolejne dwie obniżki o 25 pb każda, będące odpowiedzią na wyraźne spowolnienie wzrostu PKB będące efektem dalszego pogorszenia koniunktury na świecie oraz eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny. Rynek wycenia obecnie obniżkę o niecałe 20pb do końca 2019 r. oraz o 40pb do kwietnia 2020 r. Nasz scenariusz zakładający silniejsze od bieżących oczekiwań rynkowych łagodzenie polityki pieniężnej w USA jest spójny z naszą zrewidowaną prognozą kursu EURUSD zakładającą jego wzrost do 1,20 na koniec 2020 r. (patrz wyżej).

Wyniki badań koniunktury w strefie euro kluczowe dla złotego

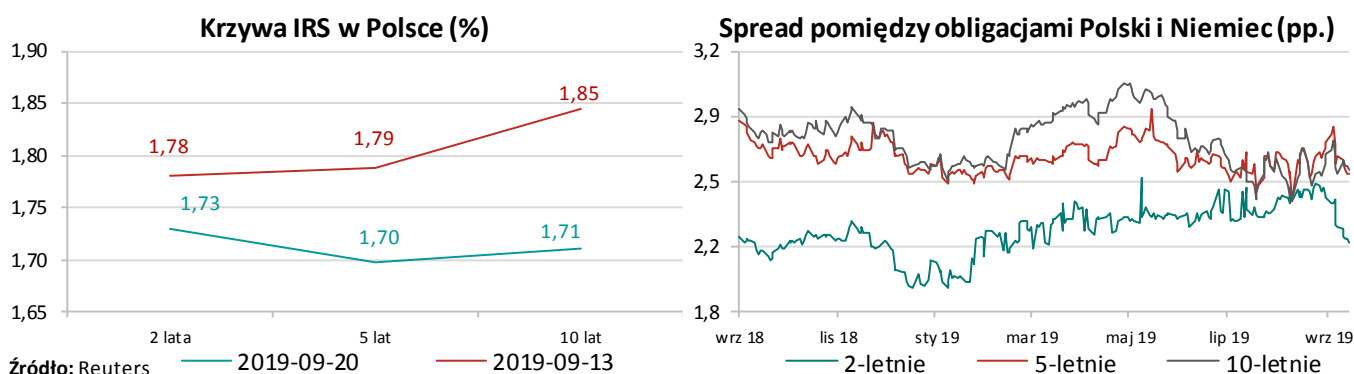


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3756 (osłabienie złotego o 1,1%). Przez cały ubiegły tydzień obserwowane było lekkie osłabienie złotego oraz innych walut rynków wschodzących. W znacznym stopniu było to związane ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka m.in. ze względu na eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku odpływu kapitału z rynków wschodzących był również jastrzębi wydzźwięk opublikowanej w środę najnowszej projekcji FOMC. Wyraźnie słabsze od oczekiwań krajowe dane o produkcji przemysłowej miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. W piątek po południu doszło do wyraźnego osłabienia złotego w reakcji na doniesienia medialne wskazujące, że 3 października br. TSUE opublikuje wyrok w sprawie kredytów walutowych.

W poniedziałek dolar nieznacznie zyskiwał względem euro ze względu na wzrost światowej awersji do ryzyka. W kolejnych dniach euro odrabiało jednak straty w oczekiwaniu na zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Jastrzębi wydzźwięk projekcji FOMC doprowadził do korekty i umocnienia dolara. Było ono jednak przejściowe, gdyż inwestorzy nadal oczekują znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej w USA (patrz powyżej). W ubiegłym tygodniu na uwagę zasługuje także utrzymujące się umocnienie funta brytyjskiego względem euro, będące efektem obniżającego się - w ocenie inwestorów - prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą zaplanowane na dziś publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro. Nasze prognozy są zbliżone do konsensusu rynkowego, stąd w przypadku ich realizacji nie oczekujemy, żeby dane miały istotny wpływ na kurs złotego. Uważamy, że neutralne dla polskiej waluty będą także indeks Ifo dla Niemiec, dane z USA (trzeci szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), a także krajowe dane o produkcji budowlano-montażowej. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Wstępne indeksy PMI dla strefy euro w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu **1,73 (spadek o 5pb)**, 5-letnie do **1,70 (spadek o 9pb)**, a 10-letnie do **1,71 (spadek o 14pb)**. Przez cały ubiegły tydzień obserwowany był łagodny spadek stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. W znacznym stopniu była to korekta po ich silnym wzroście dwa tygodnie temu (por. MAKROMAPA z 16.09.2019). Jastrzębi wydzźwięk projekcji FOMC nie zdołał odwrócić tego trendu. Słabsze od oczekiwań krajowe dane o produkcji przemysłowej nie miały istotnego wpływu na rynek. W ubiegłym tygodniu odbyła się również aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło papiery zapadające w 2019 r. i w 2020 r. i sprzedało papiery o 2-, 5-, 10-letnich terminach zapadalności za 4,8 mld PLN przy popycie równym 6,0 mld PLN. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie publikacja wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro. Nie oczekujemy jednak żeby miała ona istotny wpływ na stawki IRS. Naszym zdaniem neutralne dla krzywej będą także indeks Ifo dla Niemiec, dane z USA (trzeci szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałego użytku, sprzedaż nowych domów, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), a także krajowe dane o produkcji budowlano-montażowej. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	wrz 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*	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,32
Kurs USDPLN*	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	3,89
Kurs CHFPLN*	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	3,93
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,6	0,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-1005	-876	-405	343	-1126	2438	-718	116	720	874	21	-814		
Eksport (r/r, % EUR)	8,9	-1,5	13,2	8,1	1,7	5,4	9,9	7,8	10,1	12,7	-1,6	8,8		
Import (r/r, % EUR)	14,0	4,2	18,1	9,2	2,2	1,6	7,8	2,6	8,5	11,3	-3,1	9,5		

* 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	4,5	4,3	4,0	3,8	3,7	3,2	3,2	5,1	4,4	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	3,9	4,4	4,6	4,4	4,0	3,8	3,4	3,0	4,5	4,3	3,5	
Inwestycje (% r/r)	12,6	9,0	8,1	6,8	5,2	5,7	4,1	4,3	8,7	8,5	4,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,9	3,9	5,5	4,9	4,2	4,1	4,2	4,4	6,3	5,1	4,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	5,0	4,3	5,9	5,0	7,0	5,9	5,2	4,8	7,1	5,1	5,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	2,5	2,7	2,2	2,5	2,2	2,0	1,5	2,6	2,5	2,0
	Inwestycje (pp.)	1,6	1,5	1,5	1,7	0,7	1,0	0,8	1,1	1,5	1,6	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,7	0,0	0,0	0,1	-1,3	-0,7	-0,4	-0,1	-0,2	0,2	-0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-1,3	-0,6	-0,1	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,3	5,2	5,6	5,8	5,2	5,1	5,5	5,8	5,6	5,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,1	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,1	7,0	7,3	7,5	7,3	7,0	6,8	7,0	7,2	7,2	7,0	
Inflacja CPI (%)*	1,2	2,4	2,9	3,0	3,4	2,5	1,9	1,5	1,6	2,4	2,3	
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	4,32	4,32	4,32	4,32	4,29	4,27	4,29	4,32	4,27	
USDPLN**	3,84	3,73	3,89	3,89	3,86	3,79	3,67	3,56	3,74	3,89	3,56	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 23.09.2019 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	43,5	44,5	44,2
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	53,5	53,4	53,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	47,0	47,5	47,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	51,9	52,0	52,0
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	9,9	10,1	10,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	50,3		50,1
Wtorek 24.09.2019 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Sierpień	5,2	5,2	5,2
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	94,3	94,1	94,6
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	0,0		
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	1,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	135,1	133,0	133,0
Środa 25.09.2019 r.						
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	635	659	645
Czwartek 26.09.2019 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	5,2		5,1
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Wrzesień			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	204		213
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	2,0	2,1	2,0
Piątek 27.09.2019 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	0,11		
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	2,0	-0,5	-1,0
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	0,4		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	92,0	93,0	92,2

* 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