

## W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu jest zaplanowane na czwartek ogłoszenie wyroku TSUE dotyczącego kredytów hipotecznych indeksowanych do waluty obcej.** Rzecznik generalny TSUE wydał w maju br. opinię, zgodnie z którą sąd nie może uznać umowy o kredyt frankowy za nieważną ze względu na naruszenie interesu konsumenta. Dodatkowo niedopuszczalną praktyką jest uzupełnianie przez sąd, wbrew woli konsumenta, abuzywnych postanowień w umowach kredytowych zawartych z bankiem. W praktyce oznacza to, że w sporach pomiędzy kredytobiorcą i bankiem, sąd powinien ograniczyć się do usunięcia abuzywnych postanowień i stwierdzenia czy pomimo ich usunięcia umowa kredytu będzie dalej ważna. Jeśli umowa nadal byłaby wiążąca, oznaczałoby to przekształcenie kredytu walutowego w złotowy (po kursie z dnia udzielenia kredytu), ale oprocentowanego w oparciu o stawkę LIBOR CHF. W przypadku unieważnienia umowy kredytu wymagana byłaby natomiast całkowita spłata kredytu (po uwzględnieniu już zapłaconych rat kredytu przez klienta) po kursie z dnia udzielenia kredytu. Unieważnienie kredytu w całości będzie skomplikowaną operacją, której szczegóły będą ustalane na podstawie ugód zawieranych przez banki z klientami lub na drodze postępowania sądowego. Oba sposoby działania wiązałyby się ze stratą dla banków. Łączny koszt takiej operacji jest trudny do oszacowania (m.in. ze względu na trudność w określeniu jaka część umów kredytowych zawierała abuzywne postanowienia oraz założenia dotyczące ilości klientów, którzy zdecydują się na spór sądowy) – Związek Banków Polskich ocenia go na ok. 60 mld zł, a Moody's na ok. 20 mld zł. Przewalutowanie kredytów walutowych oddziaływałoby w kierunku zmniejszenia stabilności sektora bankowego, ograniczenia akcji kredytowej, spowolnienia gospodarczego, osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. Obawy przed niekorzystnym dla banków komercyjnych wyrokiem oddziaływały w ostatnich tygodniach w kierunku deprecjacji polskiej waluty. Należy jednak zwrócić uwagę, że opinia rzecznika generalnego nie jest wiążąca dla TSUE, ale jest brana pod uwagę przy decyzji. Wyrok TSUE nie niesie za sobą automatycznych implikacji dla poszczególnych sporów pomiędzy kredytobiorcami i bankami. Jest on tylko punktem odniesienia przy rozpatrywaniu poszczególnych spraw przez krajowe sądy. Uważamy, że ogłoszony w tym tygodniu wyrok TSUE, będzie spójny z majową opinią rzecznika generalnego, ale będzie polegał na innym rozłożeniu akcentów. Tym samym nie spodziewamy się dalszego znaczącego i trwałego osłabienia kursu złotego po ogłoszeniu decyzji. Jednakże stopniowe rozpatrywanie roszczeń kredytobiorców przez sądy będzie czynnikiem ograniczającym potencjał złotego do aprecjacji w średnim okresie.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu zostanie poruszona kwestia wycofania się z wnioskiem o podwyżkę stóp procentowych przez K. Zubelewicza i E. Gatnara. Naszym zdaniem prezes NBP powtórzy w czasie konferencji swój pogląd, że stopy procentowe NBP pozostaną stabilne w najbliższych kwartałach. Uważamy, że wydzwięk konferencji prasowej będzie neutralny dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 150 tys. osób we wrześniu wobec 130 tys. w sierpniu, przy spadku stopy bezrobocia do 3,6% z 3,7% w sierpniu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 153 tys. we wrześniu wobec 195 tys. w sierpniu). We wtorek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zwiększy się do 50,1 pkt. we wrześniu wobec 49,1 pkt. w sierpniu. Nieznaczny wzrost indeksu sygnalizowany był wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Uważamy, że publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.

- **We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczna dynamika zmniejszyła się do 0,9% we wrześniu wobec 1,0% w sierpniu. Uważamy, że spadek dynamiki cen paliw nie został w pełni skompensowany przez zwiększenie inflacji bazowej. Dzisiaj dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 1,1% we wrześniu wobec 1,0% w sierpniu. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja w strefie euro będzie kształtować się w trendzie spadkowym i w październiku osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 0,7% r/r. Następnie dojdzie do jej nieznacznego wzrostu, niemniej w całym horyzoncie naszej prognozy (tj. do końca 2020 r.) nie przekroczy ona poziomu 1,3% r/r. Co więcej prognozujemy, że w całym horyzoncie prognozy inflacja bazowa nie przekroczy poziomu 1,4% r/r. Publikacja inflacji w strefie euro będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.
- **Opublikowany dzisiaj indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 51,4 pkt. wobec 50,4 pkt. w sierpniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (50,2 pkt.).** Jednocześnie jest to drugi miesiąc z rzędu, w którym indeks ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla czasu dostaw. Składowa dla zatrudnienia nie zmieniła się we wrześniu porównaniu do sierpnia. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się od trzech miesięcy wzrost zamówień ogółem przy jednoczesnym spadku zamówień eksportowych. W naszej ocenie jest to efektem działań prowadzonych przez chiński rząd mających na celu pobudzenie popytu wewnętrznego. Na poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks CFLP PMI, który zwiększył się we wrześniu do 49,8 pkt. wobec 49,5 pkt. w sierpniu. Podtrzymujemy naszą prognozę dla wzrostu gospodarczego w Chinach (6,2% w 2019 r. i 6,0% w 2020 r.). Osiągnięcie takiej dynamiki PKB będzie jednak związane z koniecznością zwiększenia skali stymulacji wzrostu prowadzonej przez chiński rząd. Uważamy, że w tym celu podjęte zostaną działania na rzecz zwiększenia akcji kredytowej (zatrzymanie procesu delewarowania banków, obniżenie stóp procentowych), osłabienia juana zgodnego z pogorszeniem salda bilansu handlowego Chin oraz w większym stopniu rozluźniona zostanie polityka fiskalna.
- **We wtorek opublikowany zostanie Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który naszym zdaniem zmniejszył się do 47,0 pkt. we wrześniu z 48,8 pkt. w sierpniu.** Wsparcie dla naszej oceny stanowią wyraźny spadek indeksu PMI w Niemczech (patrz poniżej) oraz pogorszenie koniunktury wg badania ankietowego GUS. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (47,9 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się do 2,7% r/r we wrześniu wobec 2,9% w sierpniu.** Spadek dynamiki cen żywności i paliw został tylko częściowo skompensowany przez wzrost inflacji bazowej. Uważamy, że publikacja wstępnej inflacji będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

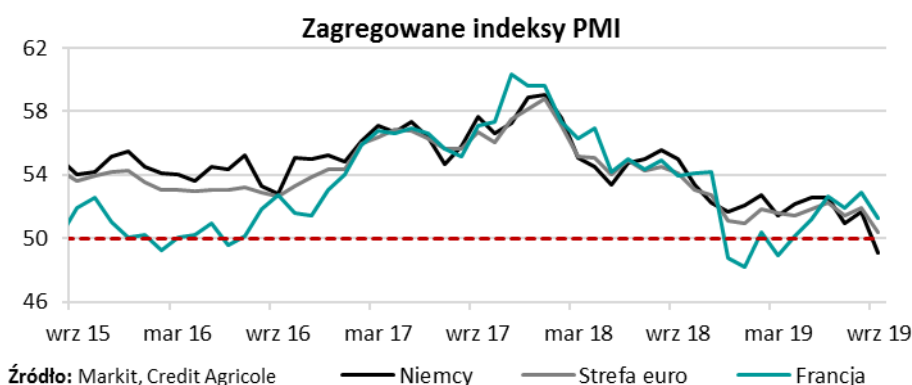
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, wspierane przez dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz „odpowiedzialną politykę gospodarczą”, jak również członkostwo Polski w Unii Europejskiej. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu są relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz relatywnie wysoki dług zagraniczny netto. Fitch prognozuje, że deficyt sektora finansów

publicznych w relacji do PKB wyniesie 2,3% w 2020 r. i obniży się do 1,9% w 2021 r. Szacunki deficytu kształtują się powyżej wartości zakładanych przez rząd z uwagi na fakt, iż Fitch nie uwzględnił w swojej prognozie niektórych zakładanych w budżecie dochodów (m.in. opłata przekształceniowa OFE, sprzedaż częstotliwości 5G, sprzedaż uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>) ze względu na niepewność dotyczącą ich rzeczywistych wielkości i terminu materializacji. Agencja w swoim scenariuszu założyła jednocześnie, że w 2020 r. zostanie wypłacona „13-ta emerytura”. Wzrost deficytu w 2020 r. będzie związany również z oczekiwanym przez agencję spowolnieniem wzrostu gospodarczego. W raporcie Fitch zwrócił uwagę, że ogłoszony w tym tygodniu, potencjalnie niekorzystny, wyrok TSUE może przyczynić się do znaczącego wzrostu obciążeń dla sektora bankowego. Agencja zaznaczyła jednak, że dokładny koszt dla sektora bankowego jest na razie trudny do oszacowania i byłby najprawdopodobniej rozłożony na kilka lat. Podtrzymujemy ocenę, że w horyzoncie kilku kwartałów agencja nie zmieni ratingu Polski oraz utrzyma jego stabilną perspektywę. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

- ✔ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 50,4 pkt. wobec 51,9 pkt. w sierpniu, co było znacząco poniżej oczekiwań rynku (51,9 pkt.).** Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie jak i aktywności biznesowej w usługach (patrz poniżej). Przeciętą wartością indeksu PMI w okresie lipiec-wrzesień (51,3 pkt.) ukształtowała 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 nie zmieniło się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniosło 0,2%.
- ✔ **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny zwiększył się do 94,6 pkt. we wrześniu wobec 94,3 pkt. w sierpniu, co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (94,4 pkt.).** Na wzrost indeksu złożyły się zwiększenie jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji oraz obniżenie składowej dla oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w usługach i budownictwie. Z kolei pogorszenie nastrojów zarejestrowano w przetwórstwie przemysłowym i handlu. Średnia wartość indeksu Ifo zmniejszyła się do 94,9 pkt. w III kw. z 98,4 pkt. w II kw. Dane Ifo w połączeniu z opublikowanymi wstępnymi indeksami PMI (patrz poniżej) stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech nie zmieniło się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniosło -0,1%.
- ✔ **Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zmniejszyła się w sierpniu do 2,7% r/r wobec 6,6% w lipcu, co było powyżej naszej prognozy (0,6%) i nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (2,8%).** Do obniżenia rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej w sierpniu w porównaniu z lipcem przyczynił się głównie efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, a także wysoka ubiegłoroczna baza. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w sierpniu o 2,0% m/m. Mimo wyraźnego wzrostu produkcji budowlano-montażowej w ujęciu miesięcznym ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej oceny krótkoterminowych perspektyw branży budowlanej. Choć w najbliższych kwartałach aktywność w budownictwie pozostanie wysoka, spadkowy trend dla rocznej dynamiki produkcji utrzyma się (por. MAKROpuls z 23.09.2019). Sierpniowe dane o produkcji budowlano-montażowej nie zmieniają naszej prognozy wzrostu PKB w III kw. (4,3% r/r wobec 4,5% w II kw.).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zgodnie z finalnym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. wyniosło 2,0% (tyle samo co w drugim szacunku). Na brak rewizji złożyły się wyższe wkłady wydatków rządowych (0,82 pp. w finalnym szacunku wobec 0,77 pp. w drugim szacunku) i eksportu netto (-0,68 pp. wobec -0,72 pp.) oraz niższe kontrybucje inwestycji (-0,25 pp. wobec -0,20 pp.) i konsumpcji (3,03 pp. wobec 3,10 pp.). Tym samym finalny szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego w USA w II kw. była konsumpcja. W ubiegłym tygodniu

pozналиśmy także wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w sierpniu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 2,0% w czerwcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-1,2%). Zmniejszenie dynamiki zamówień wynikało z niższych zamówień na samoloty w firmie Boeing. Bez uwzględnienia środków transportu dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w sierpniu do 0,5% wobec -0,5% w lipcu. Roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty zwiększyła się w sierpniu do -0,3% r/r wobec -0,8% w lipcu, osiągając ujemną wartość już drugi miesiąc z rzędu. Wskazuje to na wysokie prawdopodobieństwo obniżenia dynamiki inwestycji w kolejnych kwartałach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Na silne pogorszenie nastrojów konsumentów wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się we wrześniu do 125,1 pkt. wobec 134,2 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (133,5 pkt.). Jego spadek wynikał z obniżenia składowych zarówno dla oczekiwań, jak i oceny bieżącej sytuacji. Na lekka poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów wskazał natomiast finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się we wrześniu do 92,0 pkt. wobec 89,8 pkt. w sierpniu. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z USA nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą w sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w III kw. wyniesie 2,0%.

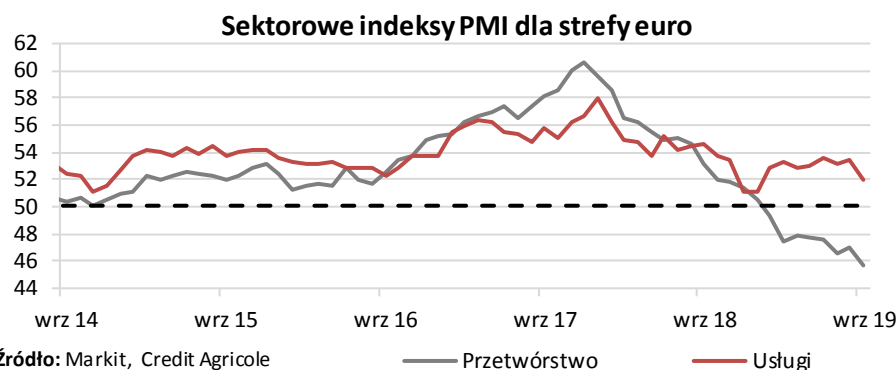
## Koniunktura w niemieckim przetwórstwie najstabsza od czasów kryzysu



Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 50,4 pkt. wobec 51,9 pkt. w sierpniu, co było znacząco poniżej oczekiwań rynku (51,9 pkt.). Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie jak i

aktywności biznesowej w usługach. Przeciętna wartość indeksu PMI w okresie lipiec-wrzesień (51,3 pkt.) ukształtowała 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 nie zmieniło się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniosło 0,2%. Szacowane przez Markit (wyłącznie na podstawie wartości wskaźników PMI) tempo wzrostu gospodarczego w III kw. wynosi 0,1% kw/kw.

W ujęciu geograficznym zmniejszenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej odnotowano w Niemczech i we Francji. W przypadku obu gospodarek spadek zagregowanego indeksu PMI był efektem zmniejszenia zarówno składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak i spadku subindeksu dla aktywności biznesowej w usługach. Zgodnie z raportem Markit, tempo wzrostu aktywności w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem również spowolniło (do najniższego poziomu od listopada 2013 r.), co wynikało z pogorszenia koniunktury zarówno w usługach, jak i przetwórstwie przemysłowym.



Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wrzesień był drugim miesiącem z rzędu, w którym zaobserwowano zmniejszające się rozbieżności pomiędzy sytuacją w przetwórstwie i usługach. Dotychczas wzrost gospodarczy w strefie euro podtrzymywała rosnąca aktywność w usługach, podczas gdy w przetwórstwie obserwowany był spadek aktywności (składowa

znajduje się już od ośmiu miesięcy poniżej granicy 50 pkt.). We wrześniu koniunktura w usługach uległa pogorszeniu w ślad za słabszymi nastrojami w przetwórstwie. Tendencja ta najprawdopodobniej będzie kontynuowana, gdyż historycznie takie rozbieżności pomiędzy sektorami były krótkotrwałe. Przyczyni się to zatem do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego ogółem w strefie euro. Taką ocenę wspiera wskaźnik przyszłej aktywności (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) dla całej strefy euro, który ukształtował się we wrześniu tylko nieznacznie poniżej sierpniowej wartości (najniższej od maja 2013 r.), co sygnalizuje wysokie ryzyko pogorszenia koniunktury w kolejnych miesiącach.

Zgodnie z raportem ankietowane firmy działające w strefie euro wyrażały swój pesymizm dotyczący wojen handlowych oraz napięć geopolitycznych (w tym niepewności wokół *Brexitu*), które potęgują niekorzystne perspektywy światowego wzrostu gospodarczego. Warto zwrócić uwagę, że w raport Markit po raz pierwszy podkreślił obawy firm nie tylko o popyt zagraniczny, ale również krajowy.

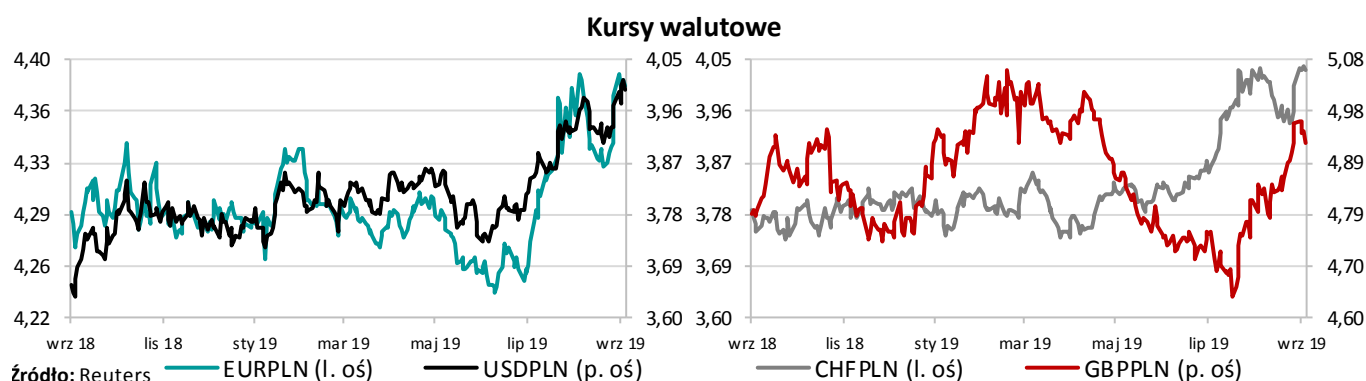
Na tle całej strefy euro szczególnie niekorzystnie wygląda koniunktura w Niemczech. Zagregowany wskaźnik PMI dla tej gospodarki ukształtował się we wrześniu, po raz pierwszy od kwietnia 2013 r., poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej spadek od wzrostu aktywności. Przeciętna wartość indeksu PMI w okresie lipiec-wrzesień (50,6 pkt.) ukształtowała znacząco poniżej średniej z II kw. (52,5 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Niemcy wpadły w III kw. w tzw. techniczną recesję (spadek PKB przez dwa kwartały z rzędu). Ponadto, już drugi miesiąc wskaźnik oczekiwanej produkcji (łącznie dla usług i przetwórstwa) dla Niemiec zasygnalizował spadek aktywności gospodarczej w horyzoncie roku. Prognozujemy, że PKB w Niemczech obniżył się o 0,1% w II i III kw. br., a w całym 2019 r. wzrost gospodarczy wyniesie 0,5% r/r.

Z punktu widzenia perspektyw polskiego eksportu szczególnie istotne są nastroje w niemieckim przetwórstwie przemysłowym. Sytuacja we wrześniu uległa dalszemu, wyraźnemu pogorszeniu w porównaniu do sierpnia. Indeks PMI zmniejszył się do 41,4 pkt. we wrześniu z 43,5 pkt. w sierpniu, osiągając najniższy poziom od czasów kryzysu finansowego (czerwiec 2009 r.). Trzy czynniki w szczególności świadczą o bardzo słabej kondycji niemieckiego przetwórstwa – pogłębiający się spadek zatrudnienia (najszybciej od stycznia 2010 r.), dalszy wyraźny spadek nowych zamówień ogółem (w tym nowych zamówień eksportowych) oraz drugi 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 we wrześniu dalsza redukcja liczby etatów stanowi istotny czynnik ryzyka w dół dla perspektyw w niemieckim przetwórstwie. Warto zwrócić uwagę, że we wrześniu nowe zamówienia ogółem spadały w szybszym tempie niż nowe zamówienia eksportowe, co może świadczyć, że negatywny wpływ na sytuację w niemieckim przetwórstwie miała nie tylko niekorzystna sytuacja globalna, ale również osłabienie popytu krajowego.

Wrześniowe 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 dekonunktury za granicą na sytuację w polskim

przetwórstwie będzie 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. Czynniki te jednak nie pozwolą uniknąć wyraźnego spowolnienia w polskim przemyśle. Oczekujemy, że taką ocenę potwierdzą jutrzejsze wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie. Prognozujemy, że indeks PMI obniżył się we wrześniu br. do najniższego poziomu od 2013 r. (patrz powyżej). Zarysowane powyżej tendencje są spójne z naszą prognozą spowolnienia wzrostu gospodarczego do 4,4% r/r w 2019 r. wobec 5,1% w 2018 r.

## Publikacja indeksu PMI w Polsce będzie negatywna dla złotego



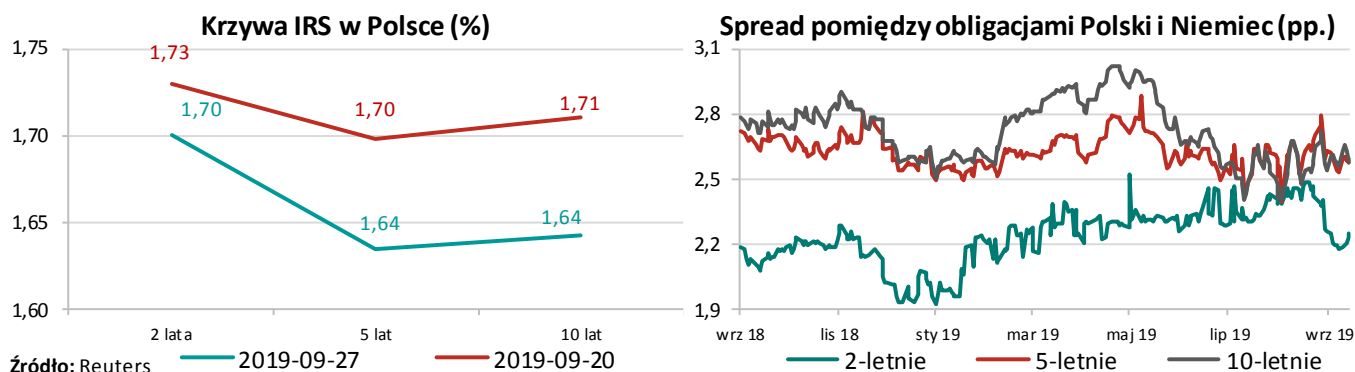
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3815 (osłabienie złotego o 0,2%).** Przez cały ubiegły tydzień kurs złotego utrzymywał się w lekkim trendzie spadkowym. Osłabieniu polskiej waluty sprzyjały publikacja znacząco niższych od oczekiwań rynkowych wyników badań koniunktury w Niemczech oraz obawy rynkowe o zbliżające się ogłoszenie wyroku TSUE dotyczącego kredytów hipotecznych indeksowanych do waluty obcej (patrz powyżej). Czynnikiem ograniczającym skalę osłabienia złotego był lekki spadek awersji do ryzyka, związany z poprawą nastrojów rynkowych dotyczących relacji na linii USA-Chiny.

W poniedziałek dolar zyskiwał względem euro ze względu na wyraźne pogorszenie koniunktury w strefie euro obrazowane spadkiem indeksów PMI. We wtorek Przewodnicząca Izby Reprezentantów N. Pelosi ogłosiła rozpoczęcie procedury impeachmentu prezydenta Donalda Trumpa, co oddziaływało w kierunku lekkiego osłabienia dolara. Reakcja rynkowa nie była jednak długotrwała i w kolejnych dniach dolar odrabiał straty ze względu na wypowiedzi D. Trumpa wskazujące na postęp w negocjacjach handlowych z Chinami.

Potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego. Opublikowane dzisiaj rano indeksy PMI dla chińskiego przetwórstwa są również neutralne dla kursu polskiej waluty. W ubiegły piątek, po zamknięciu europejskich rynków, pojawiła się informacja, że administracja D. Trumpa rozważa sposoby ograniczenia napływu kapitału portfelowego z USA do Chin. Ta informacja, wskazująca na ryzyko eskalacji konfliktu na linii USA-Chiny może oddziaływać w tym tygodniu w kierunku osłabienia kursu złotego. Przedstawiciele rządu USA zdementowali jednak tą informację, co ograniczy najprawdopodobniej reakcję rynkową. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie zaplanowane na czwartek ogłoszenie wyroku przez TSUE. Uważamy, że będzie spójny z majową opinią rzecznika generalnego, ale będzie polegał na innym rozłożeniu akcentów. Tym samym nie spodziewamy się dalszego znaczącego i trwałego osłabienia kursu złotego po ogłoszeniu decyzji. W przypadku realizacji naszych (niższych od konsensusu) prognoz indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa i krajowej inflacji oczekujemy lekkiego osłabienia kursu złotego. Neutralne dla złotego będą naszym zdaniem dane z USA (indeks ISM dla przetwórstwa, zatrudnienie poza rolnictwem), wstępne dane o

inflacji w strefie euro. Zaplanowane na środę posiedzenie RPP również nie powinno spotkać się z wyraźną reakcją rynków.

## Wyrok TSUE w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu **1,70** (spadek o 3pb), 5-letnie do **1,635** (spadek o 6pb), a 10-letnie do **1,643** (spadek o 7pb). Pogarszające się nastroje rynkowe dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro przyczyniły się do wzrostu cen niemieckiego długu. Jednocześnie obserwowaliśmy zwiększenie spreadu pomiędzy polskimi i niemieckimi obligacjami ze względu na podwyższoną awersję do ryzyka i obawy rynkowe o zbliżający się wyrok TSUE. Wypadkową tych dwóch tendencji był spadek polskich stawek IRS.

Potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla stawek IRS. W ostatnich dniach mieliśmy do czynienia ze pogłębieniem skali odwrócenia krzywej dochodowości w Polsce. Spread pomiędzy 2-letnią i 10-letnią stawką IRS kształtuje się obecnie tylko nieznacznie poniżej poziomów odnotowanych na przełomie sierpnia i września br. (najwyższych od 2012 r.). Główną przyczyną obserwowanego odwrócenia krzywej są oczekiwania rynkowe na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC. Taki stan rzeczy może się zmienić po zaplanowanej na czwartek publikacji wyroku przez TSUE. Niekorzystny dla banków komercyjnych wyrok będzie oddziaływał w kierunku wzrostu stawek IRS na długim końcu krzywej. Oczekujemy, że publikacje inflacji i indeksu PMI w Polsce we wtorek będą lekko negatywne dla stawek IRS na krótkim końcu krzywej dochodowości. Pozostałe wydarzenia w tym tygodniu będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na krzywą.

## 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	4,39
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	4,02
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	4,04
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	0,5	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 (mIn 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	5,1	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	2,8	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	4,39	4,32	4,32	4,32	4,29	4,27	4,29	4,32	4,27	
USDPLN**	3,84	3,73	4,02	3,86	3,86	3,79	3,67	3,56	3,74	3,86	3,56	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 30.09.2019 r.</b>						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Wrzesień	49,5	49,7	49,5
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	50,4	50,6	50,2
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	7,5		7,5
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	1,0	1,1	1,1
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	50,4		50,5
<b>Wtorek 01.10.2019 r.</b>						
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>48,8</b>	<b>47,0</b>	<b>47,9</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	41,4	41,4	41,4
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	45,6	45,6	45,6
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	1,0	0,9	1,0
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	51,0	51,0	51,0
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	49,1	50,1	50,4
<b>Środa 02.10.2019 r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Październik</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Wrzesień	195		153
<b>Czwartek 03.10.2019 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Wrzesień	52,0	52,0	52,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Wrzesień	50,4	50,4	50,4
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	0,2		
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	-0,6		0,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	208		212
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	1,4		-0,5
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Wrzesień	56,4	55,4	55,8
<b>Piątek 04.10.2019 r.</b>						
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	3,7	3,6	3,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Wrzesień	130	150	162

\* 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



**Jakub BOROWSKI**  
 Główny Ekonomista  
 tel.: 22 573 18 40

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krzysztof JAWORSKI**  
 Starszy Ekonomista  
 tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**  
 Ekonomista  
 tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto:jakub.olipra@credit-agricole.pl)

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: [mboineau@credit-agricole.pl](mailto:mboineau@credit-agricole.pl)

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.