W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu jest zaplanowana na dziś publikacja pełnych danych o PKB w Polsce w II kw.** Oczekujemy, że dynamika PKB ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (-8,2% r/r wobec +2,0% w I kw.). Uważamy, że w kierunku zmniejszenia dynamiki PKB oddziaływał przede wszystkim silny spadek konsumpcji i inwestycji ze względu na epidemię COVID-19. Naszym zdaniem, publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 2,40 mln osób w sierpniu wobec wzrostu o 1,76 mln w lipcu, z uwagi na stopniowe wznawianie aktywności gospodarczej związane ze znoszeniem obostrzeń w niektórych stanach. Prognozujemy, że stopa bezrobocia obniżyła się do 9,7% w sierpniu z 10,2% w lipcu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 1,0 mln w sierpniu wobec wzrostu o 167 tys. w lipcu). We wtorek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zwiększy się do 54,5 pkt. w sierpniu wobec 54,2 pkt. w lipcu. Nieznacznie szybszy wzrost aktywności w przetwórstwie był już wcześniej sygnalizowany przez regionalne wskaźniki koniunktury. Oczekujemy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury w Chinach.** Opublikowany dziś indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa spadł do 51,0 pkt. w sierpniu wobec 51,1 pkt. w lipcu. Jutro poznamy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa. Oczekujemy, że jego wartość nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 52,8 pkt. Brak wyraźnych zmian wartości indeksów koniunktury jest spójny z normalizacją sytuacji makroekonomicznej w Chinach po opanowaniu epidemii COVID-19. Naszym zdaniem publikacja wyników badań koniunktury będzie neutralna dla kursu złotego i cen obligacji.
- **We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w sierpniu do -0,1% r/r wobec 0,4% w lipcu, na co złożyła się niższa inflacja bazowa i wyższa dynamika cen nośników energii. Dzisiaj dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że nie zmieniła się ona w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 0,0% r/r. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się poniżej konsensusu (+0,2%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 3,0% r/r.** Na stabilizację inflacji złożyły się niższe tempo wzrostu cen żywności, wyższa dynamika cen paliw oraz brak zmian inflacji bazowej (4,3% r/r w lipcu i sierpniu). Nasza prognoza inflacji jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że indeks zwiększył się w sierpniu do 53,0 pkt. wobec 52,8 pkt. w lipcu, co będzie spójne z poprawą odnotowaną w badaniach koniunktury GUS. Wsparcie dla polskiego indeksu PMI stanowi również poprawa nastrojów w Niemczech. Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu rynkowego (52,9 pkt.), stąd jej materializacja byłaby neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się doroczne sympozjum banków centralnych w Jackson Hole.** Szef Rezerwy Federalnej J. Powell przedstawił na nim założenia nowej strategii polityki monetarnej FED. Najważniejszą ogłoszoną zmianą jest nowe podejście do celu inflacyjnego,

który odtąd traktowany będzie jako średni pożądany poziom inflacji (tzw. AIT – *average inflation targeting*). J. Powell zapowiedział, że po okresie w którym inflacja w USA utrzymywała się poniżej celu inflacyjnego FED (2%) Rezerwa Federalna będzie akceptowała kształtowanie się dynamiki cen umiarkowanie powyżej celu. Takie podejście będzie umożliwiało Rezerwie Federalnej jak najdłuższe prowadzenie łagodnej polityki pieniężnej w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego i wsparcia rynku pracy nawet w warunkach narastającej presji inflacyjnej. J. Powell podkreślił jednak, że kształtowanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego ma pewne granice zarówno jeśli chodzi o skalę przestrzelenia celu jak i okres pozostawania powyżej celu. Zapowiedział, że w przypadku ewentualnego zakotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych powyżej celu Rezerwa Federalna „nie zawaha się działać". Warto zauważyć, że J. Powell nie podał precyzyjnych informacji nt. wysokości inflacji oraz tego jak długo musiałaby ona kształtować się powyżej celu inflacyjnego aby skłoniłoby to Rezerwę Federalną do zacieśniania polityki pieniężnej. Niemniej późniejsza wypowiedź członka FOMC R. Kaplana wskazuje, że dopuszczalne przekroczenie celu członkowie FOMC rozumieją jako inflację nie przekraczającą 2,5% r/r. W reakcji na ogłoszoną przez J. Powella zmianę podejścia Rezerwy Federalnej do celu inflacyjnego oznaczającą akceptację przez FED przynajmniej przez pewien czas kształtowania się inflacji powyżej celu doszło do wystromienia amerykańskiej krzywej dochodowości (silniejszego wzrostu rentowności na długim niż na krótkim końcu krzywej). Inwestorzy zaczęli bowiem dyskontować potencjalnie niższe zyski z papierów o dłuższych terminach zapadalności w warunkach potencjalnie wyższej o swoich wcześniejszych oczekiwań inflacji. J. Powell ogłosił również zmianę dotyczącą postrzegania przez FED sytuacji na rynku pracy. Odtąd jego decyzje uzależnione będą od „skali spadku zatrudnienia względem swojego maksymalnego poziomu", podczas gdy wcześniej brał on pod uwagę „skalę odchyleń zatrudnienia od swojego maksymalnego poziomu". Tym samym J. Powell dał do zrozumienia, że ewentualny spadek stopy bezrobocia poniżej poziomu naturalnego wiążący się ze wzrostem presji inflacyjnej będzie do pewnego stopnia tolerowany przez FED. Uzasadnienia dla takiej decyzja można szukać w późniejszej wypowiedzi R. Kaplana, który zasugerował, że celem takiej polityki jest przegrzanie rynku pracy w celu wzrostu zatrudnienia w najsłabszych ekonomicznie grupach społecznych. Źródłem niepewności pozostaje sposób w jaki FED zamierza realizować swój nowy cel inflacyjny. Jego ogłoszenie mogłoby wydawać się tożsame z deklaracją dalszego rozluźniania polityki pieniężnej w USA, niemniej członkowie FED nie dostarczyli nowych istotnych informacji na ten temat. Zmiana strategii polityki pieniężnej FED jest spójna z naszym scenariuszem zakładającym stabilizację stóp procentowych w USA przez dłuższy czas.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego zmiana PKB w USA w II kw. zostało zrewidowane w górę do -31,7% wobec -32,9% w pierwszym szacunku. Na rewizję złożyły się wyższe wkłady zapasów (-3,46 pp. w drugim szacunku wobec -3,98 pp. w pierwszym szacunku), konsumpcji prywatnej (-24,76 pp. wobec -25,05 pp.), eksportu netto (0,90 pp. wobec 0,68 pp.) oraz inwestycji (-5,20 pp. wobec -5,38 pp.), podczas gdy wkład wydatków rządowych nie zmienił się i wyniósł 0,82 pp. Tym samym drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem zmniejszenia amerykańskiego PKB w II kw. był znaczący spadek konsumpcji prywatnej. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w lipcu o 11,2% m/m wobec wzrostu o 7,7% w czerwcu. Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w lipcu do 2,4% wobec 4,0% w czerwcu. Jednocześnie wielkość zamówień na dobra trwałe w USA jest nadal o ok. 6% niższa niż w lutym, czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na zamówienia. Z kolei wielkość zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty była w lipcu o zaledwie 0,5% niższa niż w lutym, co wskazuje na perspektywę ożywienia inwestycji w USA w kolejnych miesiącach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA, która zmniejszyła się do 1006 tys. wobec 1106 tys. dwa tygodnie temu potwierdzając obserwowane w ostatnich miesiącach wyraźne

wyhamowanie poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane o sprzedaży nowych domów w USA, która zwiększyła się w lipcu do 901 tys. wobec 791 tys. w czerwcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (785 tys.). Dane potwierdziły tym samym sygnalizowany wcześniej przez lipcowe dane o pozwoleniach na budowę, rozpoczętych budowach domów oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym silny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Indeks Conference Board obniżył się do 84,8 pkt. w sierpniu wobec 91,7 pkt. w lipcu, co wynikało ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Na poprawę nastrojów konsumenckich, wskazał natomiast finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w sierpniu do 74,1 wobec 72,5 pkt. w lipcu i 72,8 pkt. we wstępnym szacunku. Wzrost indeksu wynikał przede wszystkim ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji nie zmieniła się istotnie w porównaniu do lipca. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB wyniesie 14,2% w III kw.

- **Zgodnie z finalnym szacunkiem PKB w Niemczech obniżył się w II kw. o 9,7% kw/kw wobec spadku o 2,0% w I kw. (-11,3% r/r w II kw. wobec -1,8% w I kw.).** Dalszy spadek kwartalnej dynamiki niemieckiego PKB wynikał z niższych wkładów spożycia prywatnego (-5,7 pp. w II kw. wobec -1,3 pp. w I kw.), eksportu netto (-2,8 pp. wobec -0,8 pp.) oraz inwestycji (-1,7 pp. wobec -0,1 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady zapasów (0,3 pp. wobec 0,0 pp.) oraz wydatków rządowych (0,3 pp. wobec 0,1 pp.). Tym samym głównym źródłem obniżenia niemieckiego PKB w II kw. był silny spadek spożycia prywatnego. Prognozujemy, że w III kw. niemiecki PKB zwiększy się o 8,6% kw/kw, a w IV kw. wzrośnie o 1,4%. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza zakładającego silne ożywienie wzrostu gospodarczego w II poł. br. jest obserwowana w Niemczech druga fala zachorowań na koronawirusa.
- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zwiększył się w sierpniu do 92,6 pkt. wobec 90,4 pkt. w lipcu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (92,2 pkt.).** Zwiększenie indeksu wynikało ze wzrostu jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych działach: przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach, co związane jest ze stopniowym wzrostem aktywności w niemieckiej gospodarce. Prognozujemy, że niemiecki PKB zmniejszy się w 2020 r. o 6,1% wobec wzrostu o 0,5% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 5,0%. Tym samym niemiecki PKB osiągnie swój poziom sprzed pandemii najwcześniej w 2022 r.
- **Nominalna dynamika inwestycji w polskim sektorze przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób obniżyła się w II kw. do -13,6% r/r wobec 5,2% w I kw.** Jej spadek wynikał z niższej dynamiki inwestycji w przetwórstwie (-13,7% r/r w II kw. wobec 14,1% w I kw.), usługach (-17,1% wobec -1,8%), górnictwie (-13,5% wobec 11,5%) oraz energetyce (-11,2% wobec -4,9%). Wzrost dynamiki inwestycji odnotowano jedynie w budownictwie (+27,9% r/r w II kw. wobec 7,0% w I kw.), co jednak w znacznym stopniu wynikało z efektu niskiej bazy sprzed roku. Wśród działów przetwórstwa najsilniejszy spadek miał miejsce w przypadku produkcji wyborów tytoniowych (-51,9% r/r w II kw.), maszyn i urządzeń (-45,2%) oraz pojazdów samochodowych, przyczep i naczep (-33,6%). Odnotowany w II kw. szeroki zakres spadku inwestycji jest efektem silnego pogorszenia klimatu inwestycyjnego w warunkach pandemii. Dane o inwestycjach w sektorze przedsiębiorstw 50+ stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inwestycje w II kw. zmniejszą się o 12,0% r/r wobec wzrostu o 0,9% w I kw. Jednocześnie struktura danych jest spójna z naszym scenariuszem zakładającym dalszy spadek dynamiki inwestycji w II poł. 2020 r.

Kraje EŚW-3: łagodzenie polityki pieniężnej w odpowiedzi na drugą falę epidemii

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Czechy	2,5	**-7,5**	**4,0**	2,8	**2,9**	**2,0**
Węgry	4,9	**-4,5**	**3,9**	3,4	**3,0**	**2,9**
Rumunia	4,1	**-5,3**	**4,2**	3,8	**2,8**	**2,7**

Źródło: Reuters, Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2020-2021 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).

W ostatnich tygodniach opublikowane zostały wstępne dane o PKB za II kw. 2020 r. we wspomnianych trzech krajach regionu. We wszystkich gospodarkach odnotowano dwucyfrowy spadek PKB w ujęciu rok do roku. Choć struktura spadku PKB w II kw. nie jest jeszcze znana, można założyć, że wyglądała ona podobnie we wszystkich krajach EŚW-3 i była efektem przede wszystkim zmniejszenia spożycia prywatnego i inwestycji. Spadek konsumpcji był spowodowany przede wszystkim pogorszeniem sytuacji na rynku pracy oraz restrykcjami nałożonymi przez rządy mającymi na celu ograniczanie rozprzestrzeniania się epidemii COVID-19. Z kolei nakłady brutto na środki trwałe były ograniczane przez pogorszenie klimatu inwestycyjnego i niepewność związaną z dalszym przebiegiem epidemii. Dane o strukturze PKB w krajach EŚW-3 zostaną opublikowane w tym tygodniu.

Warto zwrócić uwagę, że spadek PKB w II kw. odnotowany w Czechach (o 10,7% r/r), Rumunii (10,5%) i na Węgrzech (13,6%) był silniejszy niż w Polsce (8,2%). Można wskazać na dwa główne czynniki różnicujące Polskę i pozostałe kraje regionu – działania rządu przeciwdziałające negatywnym skutkom epidemii COVID-19 oraz struktura gospodarki. W każdych z tych krajów zostały podjęte działania mające na celu zahibernowanie zatrudnienia, poprawę płynności przedsiębiorstw oraz wsparcie wybranych sektorów gospodarki. Niemniej jednak, skala złagodzenia polityki fiskalnej była wyraźnie większa w Polsce niż w krajach EŚW-3.

Po drugie, znaczenie branży motoryzacyjnej jest dużo większe w gospodarkach krajów EŚW-3 niż w Polsce. W Polsce sektor ten odpowiada za ok. 10% produkcji przetwórstwa, podczas gdy w krajach EŚW-3 udział ten wynosi ok. 25%. Podobnie w przypadku tworzenia wartości dodanej, udział branży motoryzacyjnej w Czechach i na Węgrzech stanowi ok. 5-6%, w Rumunii 3%, a w Polsce tylko 2%. Ze względu na osłabienie popytu krajowego i zagranicznego, pozrywane łańcuchy dostaw oraz wprowadzone przestoje w fabrykach, branża motoryzacyjna odnotowała jedne z największych – na tle innych gałęzi przetwórstwa – spadki produkcji. Tym samym z uwagi na relatywnie większe znaczenie tego sektora w krajach EŚW-3 niż w Polsce, spadek PKB w II kw. był tam silniejszy.

Uważamy, że w II poł. br. odnotujemy stopniowy wzrost dynamiki PKB w krajach EŚW-3. Niemniej jednak niepewność związana z dalszym przebiegiem epidemii oraz obawy o wystąpienie jej drugiej fali będą czynnikami ograniczającymi wzrost konsumpcji i inwestycji. Dlatego w naszej ocenie dynamika PKB w krajach EŚW-3 będzie kształtowała się poniżej zera do I kw. 2021 r. włącznie. Następnie z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy tempo wzrostu gospodarczego będzie wyraźnie dodatnie. Ponadto, w II poł. 2021 r. najprawdopodobniej zaczną być wdrażane pierwsze projekty inwestycyjne finansowane w ramach unijnego funduszu odbudowy. Przyczyni się to do szybszego wzrostu nakładów brutto na środki trwałe i wzrostu gospodarczego nie tylko w 2021 r. ale również w kolejnych latach.

Perspektywy inflacji kształtują się podobnie we wszystkich krajach EŚW-3. W ostatnich miesiącach inflacja znajdowała się w nich powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. Nasilenie presji inflacyjnej wynikało m.in. z szoków podażowych, przerzucania przez firmy kosztów związanych z koniecznością spełnienia wymogów bezpieczeństwa w warunkach pandemii na konsumentów oraz podwyżek cen

produktów i usług w celu utrzymania rentowności przy zmniejszonych obrotach. Podwyższona inflacja (w szczególności bazowa) będzie utrzymywała się w krajach EŚW-3 najprawdopodobniej do końca br. Uważamy, że w horyzoncie kilku kwartałów inflacja bazowa wyraźnie się obniży, czemu sprzyjać będą efekty wysokiej bazy oraz słaby wzrost gospodarczy.

Oczekujemy, że w warunkach makroekonomicznych przedstawionych powyżej polityka pieniężna w krajach EŚW-3 pozostanie łagodna jeszcze przez dłuższy czas – co najmniej do końca 2021 r. W przypadku Narodowego Banku Węgier, główna stopa procentowa została obniżona łącznie o 30pb w okresie czerwiec-lipiec br. do 0,60%. W ubiegłym tygodniu wiceprezes banku centralnego stwierdził, że należy wykluczyć dalsze obniżki stopy procentowej. Polityka pieniężna będzie realizowana z użyciem niestandardowych instrumentów. Zapowiedziane zostało zwiększenie skali zakupów w ramach luzowania ilościowego, głównie w ramach obligacji o dłuższym terminie zapadalności, w celu utrzymywania długoterminowych stóp procentowych na niskim poziomie. Narodowy Bank Węgier podkreśla dużą niepewność dotyczącą perspektyw gospodarczych i zadeklarował, że jeśli sytuacja makroekonomiczna wyraźnie się pogorszy, bank centralny jest gotowy do dalszego złagodzenia polityki pieniężnej za pomocą niestandardowych instrumentów – programów wsparcia inwestycji przedsiębiorstw poprzez zapewnienie niskooprocentowanego finansowania (*Funding for Growth Scheme Go!*) oraz skupu obligacji korporacyjnych (*Bond Funding for Growth Scheme*). Powyższy scenariusz w polityce pieniężnej jest zgodny z naszą prognozą kursu EURHUF (345 na koniec 2020 r. i 340 na koniec 2021 r.).

W ostatnich miesiącach Narodowy Bank Czech (CNB) stopniowo łagodził politykę pieniężną, obniżając stopy procentowe do obecnego poziomu równego 0,25%. Na początku sierpnia prezes CNB stwierdził, że łagodzenie polityki pieniężnej zostało zakończone. Przedstawiona w sierpniowym raporcie o inflacji prognoza 2-tygodniowej stopy repo implikuje stabilizację polityki pieniężnej do połowy 2021 r., a następnie jej lekkie zacieśnienie. Dostrzegamy ryzyko, że inflacja ukształtuje się w średnim okresie poniżej prognoz CNB. Ponadto, z uwagi na wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia drugiej fali epidemii ożywienie gospodarcze w Czechach może postępować wolniej niż zakładamy. Część członków CNB zwracała na możliwość materializacji takiego scenariusza. Tym samym oczekujemy, że stopy procentowe zostaną obniżone o 20 pb do 0,05% w IV kw. br. i pozostaną one na tym poziomie co najmniej do końca 2021 r. W horyzoncie prognozy oczekujemy stabilizacji kursu korony – kurs EURCZK będzie kształtował się na poziomie 26,20.

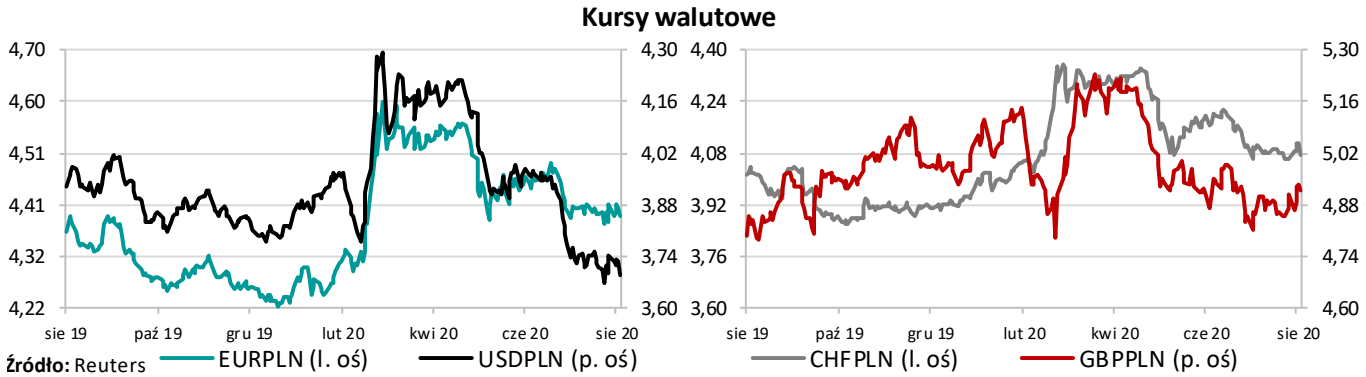
	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21
Czechy	1,00	0,25	**0,25**	**0,05**	**0,05**	**0,05**	**0,05**	**0,05**
Węgry	0,90	0,75	**0,60**	**0,60**	**0,60**	**0,60**	**0,60**	**0,60**
Rumunia	2,00	1,75	**1,50**	**1,25**	**1,25**	**1,25**	**1,25**	**1,25**
	Kursy walutowe							
	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21
EURCZK	27,29	26,65	**26,25**	**26,20**	**26,20**	**26,20**	**26,20**	**26,20**
EURHUF	359	354	**355**	**345**	**340**	**340**	**340**	**340**
EURRON	4,83	4,84	**4,85**	**4,88**	**4,88**	**4,88**	**4,88**	**4,88**

Źródło: Reuters, Credit Agricole

Pomimo obniżki stóp procentowych łącznie o 100pb od marca br., w Rumunii utrzymywany jest najwyższy poziom stóp procentowych na tle krajów regionu (1,50%). W sierpniowym komunikacie widoczna była niechęć Narodowego Banku Rumunii (NBR) do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Zwrócono w nim uwagę, że dotychczasowa skala obniżek stóp procentowych jest wystarczająca do wsparcia ożywienia gospodarczego. Uważamy, że NBR będzie realizował obecnie politykę *wait-and-see* monitorując rozwój sytuacji gospodarczej. Kluczową kwestią jest dalszy rozwój epidemii – w ostatnich tygodniach liczba

nowych zachorowań na COVID-19 utrzymuje się w Rumunii na podwyższonym poziomie. Uważamy, że z uwagi na wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia drugiej fali epidemii jesienią, NBR zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych o 25pb w IV kw. br. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON będzie kształtował się w przedziale 4,85-4,88 do końca 2021 r.

Dane o inflacji w strefie euro mogą umocnić złotego

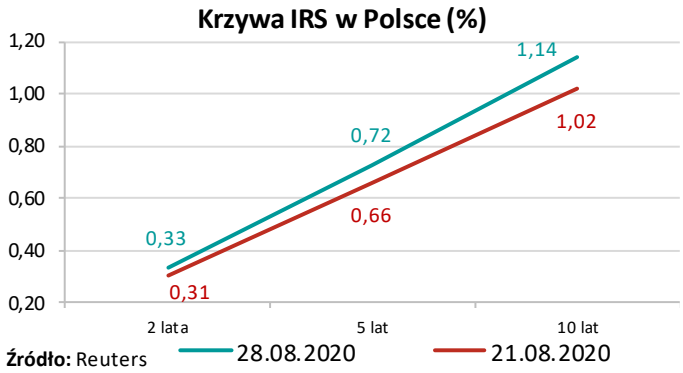


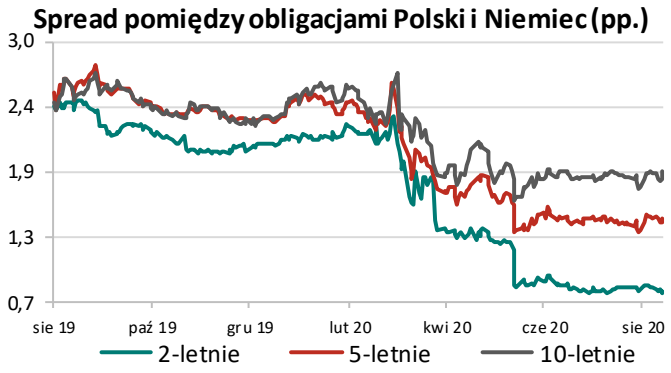
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3891 (umocnienie złotego o 0,5%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN był relatywnie stabilny i oscylował wokół poziomu 4,40. Kurs złotego pozostaje pod wpływem nastrojów na globalnych rynkach finansowych związanych z pandemią i jej wpływem na światową gospodarkę, podczas gdy znaczenie czynników lokalnych jest ograniczone. Na szczególną uwagę zasługuje natomiast wzrost kursu EURUSD, który w zeszłym tygodniu powrócił do swojego lokalnego maksimum sprzed dwóch tygodni i przekroczył poziom 1,19. Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia dolara względem euro był gołębi wydźwięk ubiegłotygodniowego wystąpienia szefa FED J. Powella na sympozjum w Jackson Hole (patrz powyżej).

Opublikowany dzisiaj indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa jest neutralny dla złotego. W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa. Kluczowe dla inwestorów będą informacje nt. drugiej fali zachorowań. Istotna dla złotego będzie również zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro, która w przypadku realizacji naszej prognozy może doprowadzić do lekkiego umocnienia złotego. Publikacje danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa) oraz Polski (wstępne dane o inflacji, indeks PMI dla przetwórstwa oraz finalne dane o PKB) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Wstępne dane o inflacji w strefie euro w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,33 (wzrost o 2), 5-letnie do 0,72 (wzrost o 6pb), a 10-letnie do 1,14 (wzrost o 12pb). Stawki IRS w ubiegłym tygodniu podobnie jak w poprzednich tygodniach kształtowały się w trendzie wzrostowym w ślad za rynkami bazowymi. Wzrostowi rentowności na rynkach bazowych sprzyjają napływające w sierpniu publikacje danych makroekonomicznych ze światowej gospodarki wskazujących na ożywienie wzrostu gospodarczego w III kw. Pod koniec tygodnia dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu stawek IRS w Polsce, szczególnie na długim końcu krzywej, było czwartkowe wystąpienie prezesa FED J. Powella (patrz powyżej). W środę BGK wyemitował obligacje w celu zapewnienia finansowania w ramach Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o łącznej wartości 5,7 mld PLN. Aukcja miała ograniczony wpływ na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą przyczynić się do spadku stawek IRS. Publikacje danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa) oraz Polski (wstępne dane o inflacji, indeks PMI dla przetwórstwa oraz finalne dane o PKB) będą w naszej ocenie neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	**4,39**
Kurs USDPLN*	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	**3,70**
Kurs CHFPLN*	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	**4,08**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	
Saldo ROB (mln EUR)	-824	-820	846	535	1139	253	2263	949	1292	1156	2321	2842		
Eksport (r/r, %, EUR)	6,4	-1,2	13,0	3,9	0,8	9,1	5,0	8,9	-5,7	-29,1	-19,3	3,0		
Import (r/r, %, EUR)	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,6	4,4	0,9	-3,5	-28,1	-27,4	-10,7		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2020				2021				2019	2020	2021
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		2,0	-8,2	-4,0	-2,5	-0,3	7,1	3,8	3,9	4,1	-3,8	3,6
Konsumpcja (%, r/r)		1,2	-13,5	-3,1	0,0	2,1	8,1	4,3	3,7	3,9	-3,8	4,4
Inwestycje (%, r/r)		0,9	-12,0	-15,5	-17,5	-6,3	5,2	6,3	8,0	7,2	-12,8	4,3
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		0,6	-19,9	-6,1	-2,1	2,0	10,3	4,2	4,1	4,7	-6,8	4,9
Import (ceny stałe, %, r/r)		-0,2	-20,1	-8,1	-4,0	4,5	9,0	3,4	3,5	2,7	-8,1	4,9
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,7	-7,8	-1,8	0,0	1,3	4,5	2,5	1,9	2,2	-2,2	2,5
	Inwestycje (pp.)	0,1	-2,0	-2,7	-4,4	-0,8	0,9	1,0	1,7	1,3	-2,3	0,7
	Eksport netto (pp.)	0,4	-0,9	0,7	0,8	-1,2	1,1	0,6	0,5	1,2	0,3	0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		1,0	2,3	1,3	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,2
Stopa bezrobocia (%)**		5,4	6,1	6,5	7,5	7,3	6,1	5,5	6,1	5,2	7,5	6,1
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,7	-1,8	-3,1	-2,0	-0,9	3,2	2,9	2,2	0,3	-1,6	1,8
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		7,7	3,8	3,2	3,4	2,7	3,2	2,9	3,0	7,2	4,5	3,0
Inflacja CPI (%)*		4,5	3,2	3,2	3,2	2,0	2,5	2,3	1,9	2,3	3,6	2,2
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,17	0,26	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	1,71	0,23	0,23
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10
EURPLN**		4,55	4,44	4,40	4,37	4,36	4,35	4,34	4,33	4,26	4,37	4,33
USDPLN**		4,13	3,95	3,73	3,70	3,66	3,66	3,62	3,61	3,79	3,70	3,61

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 31.08.2020 r.				
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Sierpień	51,1	51,1	51,2
10:00	**Polska**	**Finalny PKB (% r/r)**	**II kw.**	**2,0**	**-8,2**	**-8,2**
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,0	0,0	0,1
		Wtorek 01.09.2020 r.				
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,8		52,7
9:00	**Polska**	**Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)**	**Sierpień**	**52,8**	**53,0**	**52,9**
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	53,0	53,0	53,0
10:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Sierpień**	**3,0**	**3,0**	**3,0**
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	51,7	51,7	51,7
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	7,8		8,0
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	0,4	-0,1	0,2
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	53,6		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	54,2	54,5	54,5
		Środa 02.09.2020 r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	-3,7		-3,4
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Sierpień	167		1000
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	6,2		5,8
		Czwartek 03.09.2020 r.				
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Sierpień	50,1	50,1	50,1
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Sierpień	51,6	51,6	51,6
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	5,7		1,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	1106		1000
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Sierpień	58,1	57,5	57,0
		Piątek 04.09.2020 r.				
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	27,9		6,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	10,2	9,7	9,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Sierpień	1763	1400	1425

* 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

Krystian JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

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

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.