





W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%]. Uważamy, że konferencja po posiedzeniu zostanie utrzymana w gołębim tonie, a zmiany w treści komunikatu oraz wypowiedzi prezesa J. Powella będą służyć doprecyzowaniu ogłoszonych przez niego w sierpniu na konferencji w Jackson Hole zmian w strategii polityki pieniężnej. Zgodnie z nową strategią cel inflacyjny będzie traktowany jako średni pożądany poziom inflacji (tzw. AIT – *average inflation targeting*), a po okresie w którym inflacja w USA utrzymywała się poniżej celu inflacyjnego (2%) Rezerwa Federalna będzie przez pewien czas akceptowała kształtowanie się dynamiki cen umiarkowanie powyżej celu. FED opublikuje również wyniki najnowszych prognoz sporządzonych przez członków FOMC, których horyzont po raz pierwszy obejmie rok 2023. Oczekujemy, że wrześniowe prognozy stopy funduszy federalnych nie zmienią się istotnie w porównaniu z prognozami opublikowanymi w czerwcu br., a mediana tych prognoz nie ulegnie zmianie w całym horyzoncie prognozy. Będzie to oznaczać wydłużenie okresu prognozowanej przez członków FOMC stabilizacji stóp procentowych do ponad 3 lat. Oczekujemy, że podczas konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursów EURUSD, złotego i rentowności polskich obligacji.
- Wtorkowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniesie istotnych zmian w polityce monetarnej.** Oczekujemy, że w komunikacie po posiedzeniu Rada odnotuje wyraźnie lepsze od oczekiwań dane o PKB w II kw. oraz wysokie prawdopodobieństwo ukształtowania się dynamiki PKB w całym 2020 r. na poziomie znacząco wyższym niż oczekiwano w projekcji inflacji opublikowanej przez NBP w lipcu br. Naszym zdaniem będzie to dla Rady ważnym argumentem na rzecz utrzymania status quo w polityce monetarnej mimo odnotowanego w II kw. silnego spadku inwestycji przedsiębiorstw, który ulegnie najprawdopodobniej pogłębieniu w najbliższych kwartałach (patrz niżej). Uważamy, że wydźwięk komunikatu po posiedzeniu będzie lekko pozytywny dla kursu złotego i rentowności obligacji.
- Dziś poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lipcu.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do 2296 mln EUR wobec 2842 mln EUR w czerwcu. Prognozujemy, że dynamika eksportu towarów wzrosła z 3,0% r/r w czerwcu do 3,8% w lipcu, a dynamika importu zwiększyła się do -9,1% r/r z -10,7%. Tym samym dane o wymianie handlowej potwierdzą postępujące ożywienie popytu na eksport związane w znacznym stopniu z przywracaniem zerwanych łańcuchów dostaw oraz utrzymujący się niski popyt na import, będący w głównej mierze efektem załamania aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw i obniżenia cen surowców. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- We wtorek opublikowane zostaną finalne dane o sierpniowej inflacji w Polsce.** Tempo wzrostu cen ukształtuje się najprawdopodobniej zgodnie ze wstępnym szacunkiem (2,9% r/r wobec 3,0% w lipcu). W kierunku spadku inflacji w sierpniu oddziaływały niższe tempo wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz spadek inflacji bazowej. Przeciwny wpływ miała natomiast wyższa dynamika cen paliw. Oczekujemy, że do listopada br. inflacja ogółem będzie kształtowała się na poziomie zbliżonym do 3,0% r/r. Następnie z uwagi na oddziaływanie efektów wysokiej bazy zacznie się ona wyraźnie obniżać. Oczekujemy, że w 2020 r. średnioroczna inflacja wyniesie 3,4% r/r, a w 2021 r. nastąpi jej spadek do 1,7%. Publikacja danych o sierpniowej inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- W czwartek poznamy sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zwiększyła się w sierpniu do -0,6% r/r wobec -2,3% w lipcu, co będzie równoznaczne ze wzrostem zatrudnienia o ok. 100 tys. osób w ujęciu m/m. Tak silny wzrost zatrudnienia będzie w głównej mierze efektem powrotów pracowników z zasiłków opiekuńczych oraz przywracania pełnego wymiaru czasu pracy w firmach, które skorzystały z możliwości jego ograniczenia po wybuchu epidemii COVID-

19. Oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w sierpniu do 3,9% r/r wobec 3,8% w lipcu. Nieznaczny wzrost dynamiki płac w sierpniu będzie wypadkową oddziaływania efektów niskiej ubiegłorocznej bazy oraz zmniejszenia presji płacowej w wyniku wzrostu bezrobocia i ograniczenia planów rekrutacyjnych firm. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

-  **W piątek opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do 0,9% r/r w sierpniu wobec 1,2% w lipcu. Oczekujemy, że spadek rocznej dynamiki produkcji w sierpniu nastąpił ze względu na negatywny efekt dni roboczych. Skalę spowolnienia wzrostu produkcji ograniczało postępujące ożywienie w firmach eksportowych, wspierane przez przywracanie globalnych łańcuchów dostaw. Czynnikiem ograniczającym ożywienie w przemyśle był niski popyt na produkcję w firmach wytwarzających dobra inwestycyjne i produkty wykorzystywane w budownictwie. Materializacja naszej prognozy będzie oznaczać, że po silnych wzrostach będących następstwem znoszenia obostrzeń wprowadzonych w związku z pandemią COVID-19 ożywienie w przemyśle spowalnia. Odnotowany w sierpniu spadek indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa (por. MAKROpuls z 1.09.2020) stanowi wsparcie dla naszej prognozy. Kształtuje się ona wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (2,8%), a tym samym jej materializacja byłaby negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
-  **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 800 tys. wobec 884 tys. tydzień temu, potwierdzając coraz wolniejszą poprawę sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Oczekujemy że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w sierpniu o 1,0% m/m wobec wzrostu o 1,2% w lipcu, co potwierdzi tendencję do wyhamowania wzrostu sprzedaży po wcześniejszym przekroczeniu przez nią poziomu obserwowanego przed pandemią. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w sierpniu o 1,1% m/m wobec wzrostu o 3,0% w lipcu. Czynnikiem dynamizującym produkcję przemysłową będzie wzrost aktywności w przetwórstwie, której poziom jest nadal niższy od notowanego przed pandemią. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1503 tys. w sierpniu wobec 1496 tys. w lipcu) oraz pozwoleń na budowę (1501 tys. wobec 1483 tys.) potwierdzą utrzymujące się ożywienie na amerykańskim rynku nieruchomości. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się do 74,5 pkt. we wrześniu wobec 74,1 pkt. w sierpniu z uwagi na obserwowane w USA spowolnienie wzrostu liczby nowych przypadków zakażenia koronawirusem. Uważamy, że publikacje danych z amerykańskiej gospodarki pozostaną w cieniu posiedzenia FED i ich wpływ na rynki finansowe będzie ograniczony.
-  **We wtorek poznamy ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że sierpniowe dane potwierdzą ożywienie aktywności gospodarczej w Chinach wspierane przez stymulację fiskalną i monetarną, a także wzrost popytu zewnętrznego sygnalizowany przez dane o eksporcie (por. MAKROmapa z 7.09.2020). Prognozujemy, że produkcja przemysłowa w sierpniu zwiększyła się o 5,6% r/r wobec 4,8% w lipcu, do czego przyczyniło się głównie ożywienie popytu wewnętrznego. Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 1,0% r/r wobec spadku o 1,1% w lipcu, a czynnikiem ograniczającym wzrost nominalnej dynamiki sprzedaży było obniżenie inflacji oraz słabnący wzrost sprzedaży samochodów osobowych. Naszym zdaniem spadek inwestycji w aglomeracjach miejskich spowolnił w sierpniu do 0,5% r/r wobec spadku o 1,6% w lipcu. Podobnie jak w poprzednich miesiącach głównym czynnikiem dynamizującym inwestycje były rosnące nakłady inwestycyjne sektora publicznego. Naszym zdaniem sumaryczny wpływ tych publikacji będzie lekko pozytywny dla globalnych nastrojów i kursu złotego.
-  **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszy się do 70,0 pkt. we wrześniu wobec 71,5 pkt. w sierpniu.

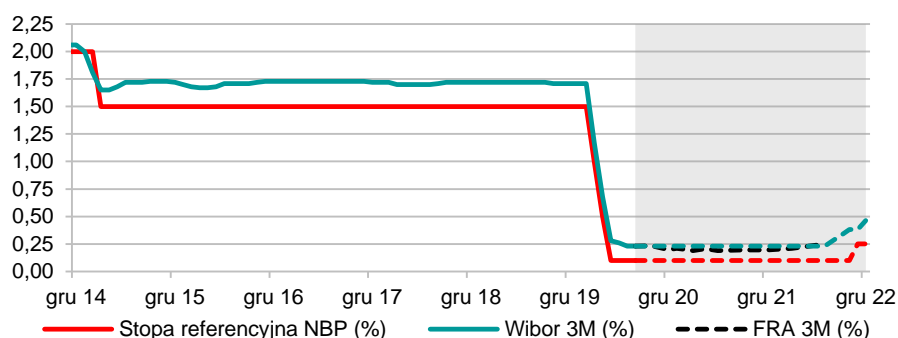
Nieznaczne pogorszenie nastrojów było głównie efektem odnotowanej we wrześniu wyprzedaży na rynkach akcji. Publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **Agencja Moody's nie opublikowała w ubiegłym tygodniu aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski, tym samym utrzymując go na poziomie "A2" z perspektywą stabilną.** Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji. W ubiegłym tygodniu na temat ratingu Polski wypowiedział się dyrektor ds. Europy Wschodzącej Fitch Ratings Paul Gamble. Zasygnalizował on, że w swojej ocenie wiarygodności kredytowej Polski Fitch będzie koncentrował się na średnioterminowej ścieżce długu sektora finansów publicznych, w tym w szczególności perspektywie jego obniżenia. Odnotował on również, że w świetle projektu budżetu na 2021 r. deficyt sektora finansów publicznych w przyszłym roku nie spadnie poniżej 3% PKB. Aktualizacja ratingu Polski przez Fitch zaplanowana jest na 25 września. Oczekujemy, że Fitch nie zmieni poziomu ratingu i utrzyma jego stabilną perspektywę, akcentując jednocześnie negatywny dla ratingu brak klarownego planu trwałego obniżenia relacji długu sektora finansów publicznych do PKB po 2021 r.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,5%). EBC będzie kontynuował skup aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) utrzymując jednocześnie jego docelową skalę (1350 mld EUR) i horyzont (co najmniej do czerwca 2021 r.). EBC podtrzymał deklarację, że spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP będą reinwestowane co najmniej do końca 2022 r. EBC będzie również kontynuował program skupu aktywów (APP) na kwotę 20 mld EUR miesięcznie oraz zakupy w ramach przejściowej puli (120 mld EUR) do końca br., przy czym zgodnie z deklaracją EBC program APP zakończy się na krótko przed rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych. EBC opublikował również swoją wrześniową projekcję makroekonomiczną. Zgodnie z projekcją, dynamika PKB wyniesie -8,0% w 2020 r. wobec -8,7% w projekcji czerwcowej, 5,0% w 2021 r. (wobec 5,2%) oraz 3,2% w 2022 r. (3,3%) Z kolei inflacja ukształtuje się na poziomie 0,3% w 2020 r. (bez zmian w porównaniu z projekcją czerwcową), 1,0% w 2021 r. wobec 0,8% oraz 1,3% w 2022 r. (bez zmian), w całym horyzoncie projekcji pozostając poniżej celu inflacyjnego EBC (tj. blisko, ale poniżej 2%). W projekcji wrześniowej EBC na szczególną uwagę zasługuje zrewidowana nieznacznie w górę projekcja inflacji bazowej (odpowiednio 0,8%, 0,9% i 1,1%), sygnalizująca niską presję inflacyjną w średnim terminie. W komunikacie po posiedzeniu EBC odniósł się – po raz pierwszy od kwietnia 2018 r. – do poziomu kursu EURUSD, którego wzrost będzie w ocenie EBC ograniczał inflację w strefie euro i którego antyinflacyjny wpływ będzie przedmiotem analiz. Łagodny wydzźwięk tych zapisów, sugerujących niskie prawdopodobieństwo reakcji EBC na wzrost kursu EURUSD, przyczynił się do wyraźnego zwiększenia jego poziomu. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą średnioterminowa projekcja inflacji EBC uzasadnia dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro. W naszej ocenie istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że na grudniowym posiedzeniu EBC zwiększy skalę prowadzonych przez siebie programów skupu aktywów (PEPP lub swojego podstawowego programu luzowania ilościowego) o 300-500 mld EUR. Scenariusz ten, wspierany przez wyniki wrześniowej projekcji EBC i czwartkową deklarację Ch. Lagarde o gotowości do użycia wszystkich dostępnych instrumentów łagodzenia polityki pieniężnej, jest zgodny z naszym scenariuszem polityki pieniężnej NBP (patrz poniżej).
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła w zeszłym tygodniu 884 tys. (bez zmian w

porównaniu z poziomem sprzed dwóch tygodni), sygnalizując wyhamowanie trendu spadkowego. Tym samym liczba wniosków o zasiłek utrzymuje się na poziomie trzykrotnie wyższym niż przed pandemią. Stabilizacja liczby wniosków o zasiłek sygnalizuje wyraźne wyhamowanie poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Wsparciem dla takiej oceny jest odnotowany w ubiegłym tygodniu wzrost liczby kontynuowanych wniosków (z 13,29 mln do 13,39 mln), które są wypadkową liczby nowych miejsc pracy i liczby zwolnień z pracy. Dane te wskazują, że w okresie maj-wrzesień spadek liczby wniosków kontynuowanych stanowił jedynie połowę ich wzrostu odnotowanego w okresie marzec-kwiecień, a więc w okresie największych obostrzeń wprowadzonych w związku z pandemią COVID-19. Wyhamowanie poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy sygnalizuje wysokie prawdopodobieństwo zmniejszenia presji inflacyjnej w najbliższych miesiącach. Wniosku tego nie podważają opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o sierpniowej inflacji CPI w USA, która wzrosła do 1,3% wobec 1,0% w lipcu przy wzroście inflacji bazowej do 1,7% r/r z 1,6%. Warto również odnotować, że ze względu na ogłoszone przez FED zmiany w strategii polityki pieniężnej (patrz wyżej), która obecnie dopuszcza utrzymywanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego (2,0%) przez dłuższy czas, rynkowe oddziaływanie danych wskazujących na wzrost inflacji w kierunku celu będzie ograniczone.

Czy to koniec łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce?



Źródło: Reuters, Credit Agricole

Zaplanowane na wtorek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniesie korekty nastawienia banku centralnego w polityce pieniężnej. Odbędzie się ono po dwumiesięcznej przerwie, w trakcie której napływające dane zasygnalizowały znaczące ryzyko w górę dla dynamiki PKB w 2020 r. oczekiwanej w lipcowej projekcji. Poniżej przedstawiamy nasze oczekiwania dotyczące najbliższej

decyzji RPP ws. stóp procentowych oraz omawiamy nasz średnioterminowy scenariusz polityki pieniężnej w Polsce.

Zgodnie z lipcową projekcją NBP inflacja CPI w latach 2020 i 2021 wyniesie odpowiednio 3,3% i 1,5% (ścieżka centralna), podczas gdy spodziewana w projekcji dynamika PKB ukształtuje się odpowiednio na poziomach -5,4% i 4,9%. Zaprezentowany w projekcji scenariusz inflacyjny nie odbiega w sposób istotny od naszej najnowszej prognozy (odpowiednio 3,4% i 1,7% - por. MAKROmapa z 7.09.2020). Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem wzrost gospodarczy w 2020 r. ukształtuje się na poziomie znacząco wyższym od ścieżki przewidywanej w projekcji NBP i wyniesie -2,8% wobec -3,8% przed rewizją. Do podniesienia prognozy PKB skłoniły nas wyższa od oczekiwań dynamika PKB oraz jego najważniejszych składowych (konsumpcji, inwestycji i eksportu) w II kw., a także lepsze od oczekiwań dane za III kw. (m.in. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa oraz transakcje kartami płatniczymi za lipiec-sierpień), wskazujące na wyraźny wzrost aktywności gospodarczej.

Naszym zdaniem znacząca poprawa krótkoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego będzie dla RPP ważnym argumentem na rzecz utrzymania parametrów polityki pieniężnej bez zmian na wrześniowym posiedzeniu. Wsparciem dla tego scenariusza jest wyraźnie lepsza od oczekiwań sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia wg BAEL wyniosła w II kw. 3,1% (bez zmian w porównaniu z I kw.),

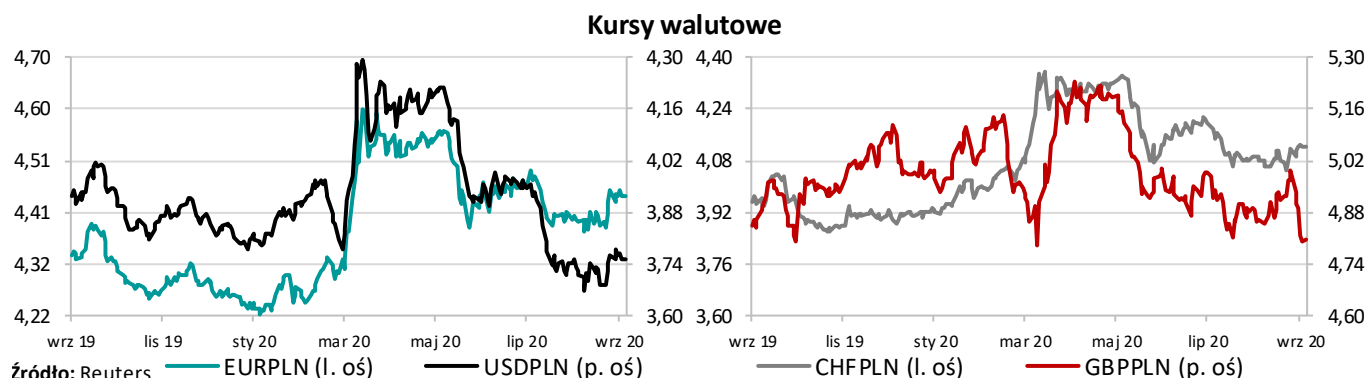
kształtując się tym samym na poziomie znacząco niższym od przewidywanego w lipcowej projekcji NBP (4,9%). Znacząco lepsza od oczekiwań sytuacja na rynku pracy w II kw. oraz stabilizacja stopy bezrobocia rejestrowanego w III kw. sygnalizują ryzyko w górę dla przewidywanych w projekcji ścieżek dynamiki płac, jednostkowych kosztów pracy i inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Materializacja tego ryzyka oznaczałaby mniejsze odchylenie inflacji w dół od celu inflacyjnego RPP (2,5%) w 2021 r.

Czynnikiem ryzyka dla scenariusza przewidującego status quo w polityce pieniężnej we wrześniu jest odnotowany w II kw. silny spadek nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw (w firmach zatrudniających co najmniej 50 osób inwestycje obniżyły się w ujęciu nominalnym o 13,6% r/r, co było najsilniejszym spadkiem od IV kw. 2016 r.) oraz inwestycji ogółem (o 10,9% r/r), któremu towarzyszy silne wyhamowanie akcji kredytowej w segmencie kredytów korporacyjnych. Nie można zatem wykluczyć, że mimo wyraźnie płytszego oczekiwanego spadku PKB w 2020 r. Rada zdecyduje się na wprowadzenie niekonwencjonalnych narzędzi w polityce pieniężnej, których celem będzie pobudzenie inwestycji przedsiębiorstw. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo tego scenariusza jest niewielkie. Wsparciem dla takiej oceny jest ubiegłotygodniowa wypowiedź członka RPP R. Sury. Stwierdził on, że „*najbardziej optymalna na ten moment jest stabilizacja stóp na obecnym poziomie, która sprzyja odbudowie gospodarki i równoległe monitorowanie procesów inflacyjnych*”. Jego zdaniem „*wsparciem dla aktywności gospodarczej w drugiej połowie bieżącego roku w dalszym ciągu musi być rządowy pakiet antykrzysowy oraz aktywność banku centralnego w zakresie instrumentarium uruchomionego w pierwszej połowie bieżącego roku, równoległe z redukcją stóp*”.

Mało prawdopodobny jest również scenariusz, w którym w związku z poprawą perspektyw wzrostu gospodarczego RPP zapowie zakończenie strukturalnych operacji otwartego rynku (skup skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa). Utrzymanie tych operacji jest uzasadnione w świetle wysokiej niepewności dotyczącej przebiegu drugiej fali pandemii COVID-19 oraz wysokich potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych mimo oczekiwanego spadku deficytu tego sektora. W konsekwencji, wrześniowe posiedzenie RPP powinno być neutralne dla długiego końca krzywej dochodowości.

Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą pierwsza podwyżka stopy referencyjnej NBP (z 0,10% do 0,25%) nastąpi w listopadzie 2022 r. Silnym wsparciem dla tej prognozy jest nasz scenariusz zmian bilansu Europejskiego Banku Centralnego, które w warunkach oczekiwanych przez dłuższy czas stabilnych ujemnych stóp procentowych obrazują zmiany stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej. Oczekujemy, że bilans EBC przestanie rosnąć w IV kw. 2022 r., co jest spójne z podwyżką stopy referencyjnej NBP w listopadzie 2022 r. Wsparciem dla naszej średnioterminowej prognozy stopy referencyjnej jest również oczekiwane silne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w latach 2022-2024, spowodowane zwiększonym napływem środków unijnych w ramach unijnego funduszu odbudowy (EU Next Generation). Wyraźnie szybszy wzrost gospodarczy będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia tzw. naturalnej stopy procentowej (realnej stopy procentowej zapewniającej stabilizację inflacji), co stworzy przestrzeń dla normalizacji polityki pieniężnej.

Rosnąca niepewność wokół brexitu negatywna dla kursu funta

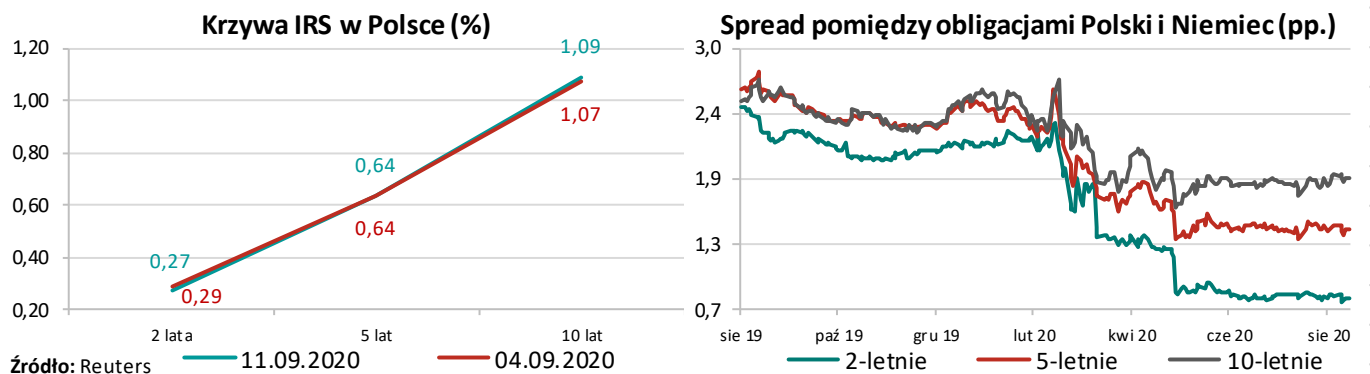


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4435 (umocnienie złotego o 0,2%). Po przejściowym umocnieniu w poniedziałek w kolejnych dniach kurs złotego charakteryzował się niską zmiennością, a kurs EURPLN oscylował wokół poziomu 4,45. Stabilizacji kursu złotego sprzyjało zmniejszenie awersji do ryzyka obrazowane łagodnym spadkiem indeksu VIX, związane m.in. z wyhamowaniem wyprzedaży na amerykańskich giełdach. Dane makroekonomiczne publikowane za granicą nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Wyraźny wzrost kursu EURUSD w reakcji na zapisy komunikatu EBC dotyczące umocnienia kursu euro był przejściowy. W efekcie, kurs USDPLN pozostał stabilny. Istotnemu obniżeniu uległ natomiast kurs GBPLN (spadek o 3,9%), co było efektem rosnącego prawdopodobieństwa zerwania negocjacji dotyczących brexitu prowadzonych przez Unię Europejską i Wlk. Brytanię, oddziałującego w kierunku wzrostu kursu EURGBP.

Oczekujemy, że podobnie jak w poprzednich tygodniach rynek walutowy pozostawać będzie pod wpływem doniesień medialnych w sprawie pandemii koronawirusa. Podwyższonej zmienności kursu złotego będzie sprzyjać zaplanowane na środę posiedzenie FED. Do lekkiego umocnienia złotego mogą się przyczynić publikacje danych z Chin oraz treść komunikatu po posiedzeniu RPP. Z kolei negatywne dla złotego będą najprawdopodobniej krajowe dane o produkcji przemysłowej. Publikacja indeksu ZEW, pozostałe krajowe dane makroekonomiczne oraz dane z USA nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek.



Konferencja EBC neutralna dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnia stawka IRS zmniejszyła się do poziomu 0,27 (spadek o 2pb), 5-letnia wyniosła 0,64 (brak zmiany), a 10-letnia zwiększyła się do 1,09 (wzrost o 2pb). Stabilizacji stawek IRS sprzyjały ubogi kalendarz publikacji danych makroekonomicznych oraz neutralny dla rynku wydźwięk konferencji po posiedzeniu EBC (patrz wyżej), która nie przyczyniła się do wystąpienia znaczących wahań rentowności niemieckich obligacji. Dane makroekonomiczne publikowane za granicą były neutralne dla krzywej rentowności.

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach, w centrum uwagi rynku długu będą doniesienia medialne w sprawie pandemii COVID-19. Podwyższonej zmienności stawek IRS będzie sprzyjać zaplanowane na środę posiedzenie FED. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP będzie naszym zdaniem lekko pozytywna dla stawek IRS. Negatywne dla tych stawek będą najprawdopodobniej krajowe dane o produkcji przemysłowej. Dane z Chin, publikacja indeksu ZEW, pozostałe krajowe dane makroekonomiczne oraz dane z USA nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	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	wrz 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	0,10
Kurs EURPLN*	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,40
Kurs USDPLN*	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,73
Kurs CHFPLN*	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,11
Inflacja CPI (r/r, %)	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	3,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	3,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,2	0,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-0,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	3,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	3,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-0,6	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-820	846	535	1139	253	2263	949	1292	1156	2321	2842	2296		
Eksport (r/r, % EUR)	-1,2	13,0	3,9	0,8	9,1	5,0	8,9	-5,7	-29,1	-19,3	3,0	3,8		
Import (r/r, % EUR)	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,6	4,4	0,9	-3,5	-28,1	-27,4	-10,7	-9,1		

* 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	-2,0	-2,8	-0,1	5,6	4,1	5,0	4,1	-2,8	3,6	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,9	0,0	0,5	2,1	7,1	4,3	4,5	3,9	-2,3	4,4	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-10,9	-14,5	-16,3	-5,4	5,2	6,4	8,1	7,2	-11,9	4,5	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,6	-14,3	-2,5	-2,0	2,0	8,0	5,3	5,4	4,7	-4,5	5,1	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,2	-17,5	-4,7	-2,1	4,5	9,0	4,1	3,6	2,7	-6,1	5,1	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,7	-6,3	0,0	0,2	1,3	3,9	2,5	2,3	2,2	-1,3	2,5
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-2,6	-4,1	-0,7	0,8	1,0	1,8	1,3	-2,2	0,7
	Eksport netto (pp.)	0,4	0,8	1,0	-0,1	-1,2	0,2	0,9	1,1	1,2	0,6	0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,0	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,0	0,6	0,4	2,0	0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	6,1	6,3	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	-2,1	-2,0	-0,9	1,5	1,8	2,0	0,3	-1,3	1,1	
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	3,0	3,0	1,5	2,0	1,8	1,7	2,3	3,4	1,7	
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	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 14.09.2020 r.							
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Lipiec	2842	2296	2158	
Wtorek 15.09.2020 r.							
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Wrzesień	0,10	0,10	0,10	
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	-1,1	-1,0	0,0	
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	4,8	5,6	5,1	
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	-1,6	-0,5	-0,4	
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	71,5		69,8	
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	3,7		6,0	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	3,0	1,1	1,0	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	70,6		71,5	
Środa 16.09.2020 r.							
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Sierpień	4,3	4,3	4,1	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	1,2	1,0	1,0	
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Lipiec	-1,1		0,2	
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	0,25	0,25	0,25	
Czwartek 17.09.2020 r.							
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	-2,3	-0,6	-1,5	
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	3,8	3,9	4,0	
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	-0,2	-0,2	-0,2	
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Wrzesień	0,10	0,10	0,10	
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	17,2		15,5	
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1496	1503	1470	
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1483	1501	1510	
Piątek 18.09.2020 r.							
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	1,1	0,9	2,8	
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-0,6	-0,8	-1,0	
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	74,1	74,5	75,0	

* 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

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41

krzysztof.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.