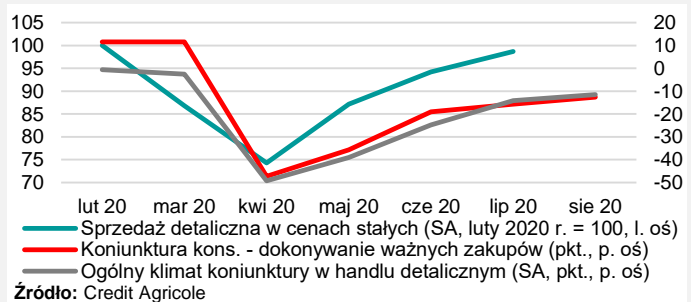


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych wrześniowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększy się we wrześniu do 53,0 pkt. wobec 51,9 pkt. w sierpniu. Uważamy, że będzie to efektem poprawy koniunktury zarówno w usługach jak i w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym wzrost zagregowanego indeksu PMI zostanie odnotowany we Francji, podczas gdy w przypadku Niemiec dojdzie do jego nieznacznego obniżenia. W czwartek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększyła się we wrześniu do 93,6 pkt. wobec 92,6 pkt. w sierpniu. Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się powyżej konsensusu, stąd ich realizacja może przyczynić się do nieznacznego osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj poznamy dane o krajowej sprzedaży detalicznej.

Prognozujemy, że jej dynamika zwiększyła się w sierpniu do 3,1% wobec 2,7% w lipcu. Wsparcie dla naszej prognozy zakładającej wzrost rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej pomiędzy lipcem a sierpniem stanowi dalsza poprawa



koniunktury w handlu detalicznym, a także efekty niskiej bazy sprzed roku. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (2,4%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

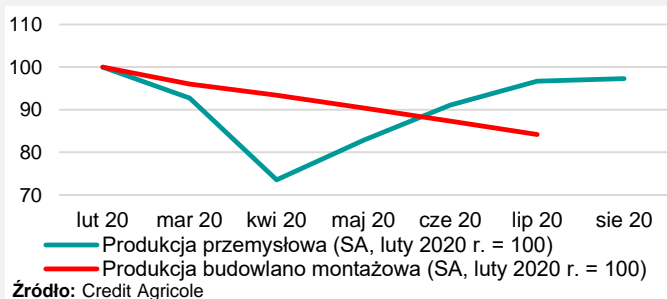
W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA. W czwartek opublikowane zostaną wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które zgodnie z naszą prognozą zwiększyły się w sierpniu o 1,7% m/m wobec wzrostu o 11,4% w lipcu. W kierunku obniżenia dynamiki zamówień oddziaływać będzie wolniejszy wzrost zamówień na samochody, którego nie zdołają skompensować wyższe zamówienia w firmie Boeing. Mimo dalszego wzrostu zamówień w ujęciu miesięcznym, nadal pozostaną one poniżej poziomu sprzed wybuchu pandemii. Oczekujemy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje danych dotyczących sprzedaży nowych domów (887 tys. w sierpniu wobec 901 tys. w lipcu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,06 mln wobec 5,86 mln) potwierdzą utrzymujące się wysokie tempo wzrostu aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że materializacja naszych prognoz będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Fitch. Dwa tygodnie temu 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. 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. Decyzja 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

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%). W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach kontynuowane będzie ożywienie aktywności gospodarczej, wspierane przez poprawę koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Nieznacznie zmieniony w porównaniu z lipcowym komunikatem został fragment dotyczący wpływu pandemii COVID-19 na perspektywę wzrostu gospodarczego. Obecnie Rada oczekuje, że skala oczekiwanego ożywienia aktywności może być ograniczana przez niepewność dotyczącą „dalszego przebiegu” i skutków pandemii, niższą dynamikę dochodów oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych. W komunikacie utrzymana została również ocena, zgodnie z którą tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. Zgodnie z komunikatem NBP będzie kontynuował skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. W komunikacie po posiedzeniu trudno znaleźć wyraźne sygnały wskazujące na zmianę nastawienia RPP w polityce monetarnej (por. MAKROpuls z 15.09.2020). Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rada nie zdecyduje się na wprowadzenie niekonwencjonalnych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej, a pierwsza podwyżka stopy referencyjnej NBP (z 0,10% do 0,25%) nastąpi w listopadzie 2022 r.

Produkcja przemysłowa zwiększyła się w sierpniu o 1,5% wobec wzrostu o 1,1% w lipcu. Wzrost dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy lipcem a sierpniem nastąpił mimo niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja



przemysłowa zwiększyła się w sierpniu o 0,6% m/m. W rezultacie odsezonowany poziom produkcji ukształtował się w sierpniu na poziomie o ok. 2,7% niższym niż w lutym br., czyli ostatnim miesiącu przed silnym wpływem pandemii na produkcję. Wskazuje to, że tempo powrotu aktywności w polskim przemyśle do poziomu sprzed wybuchu pandemii wyraźnie wyhamowało w sierpniu (por. MAKROpuls z 18.09.2020). Dane o produkcji przemysłowej wskazujące na wyhamowanie ożywienia produkcji przemysłowej w Polsce stanowią wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą po początkowo silnym wzroście, tempo powrotu aktywności gospodarczej do poziomu obserwowanego przed pandemią wyraźnie spowolni w najbliższych miesiącach. Jest to spójne z zakładanym przez nas Nike-kształtnym profilem ożywienia gospodarczego w Polsce. Prognozujemy, że dynamika PKB zwiększy się w III kw. do -2,0% r/r wobec -8,2% w II kw., podczas gdy w IV kw. obniży się do -2,8% r/r. W konsekwencji w całym 2020 r. polski PKB zmniejszy się o 2,8% r/r wobec wzrostu o 4,1% w 2019 r. Uważamy, że polska gospodarka osiągnie poziom aktywności gospodarczej sprzed pandemii dopiero w II poł. 2021 r.

Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w sierpniu do 2,9% r/r wobec 3,0% w lipcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia inflacji w sierpniu było zmniejszenie dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz spadek inflacji bazowej (4,0% r/r w sierpniu wobec 4,3% w lipcu). Przeciwny wpływ na inflację miała natomiast wyższa dynamika cen paliw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje



odnotowany w sierpniu spadek inflacji bazowej po tym jak w lipcu ukształtowała się ona na najwyższym poziomie od grudnia 2001 r. Wynika to przede wszystkim z oddziaływania efektów wysokiej bazy sprzed roku. Spadkowi inflacji bazowej sprzyja także spowodowane pandemią obniżenie popytu na niektóre towary i usługi. W sierpniu wyraźnie wyhamowała natomiast obserwowana w lipcu korekta cen, które silnie wzrosły w okresie maj - czerwiec ze względu na zjawisko przerzucania przez firmy na konsumentów kosztów związanych z koniecznością spełnienia wymogów bezpieczeństwa w warunkach pandemii (por. MAKROpuls z 15.09.2020). Sugeruje to, że przestrzeń do obniżek cen w tych kategoriach w kolejnych miesiącach jest już ograniczona i najprawdopodobniej pozostaną one już na podwyższonych poziomach. Prognozujemy, że do końca br. inflacja ustabilizuje się i będzie kształtować się na poziomie ok. 3,0%. Oczekiwany przez nas spadek inflacji bazowej oraz dynamiki cen żywności będzie kompensowany przez wzrost dynamiki cen paliw i nośników energii.

➤ **W lipcu nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się do 1620 mln EUR wobec 2842 mln EUR w czerwcu.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych i dochodów pierwotnych (odpowiednio o 1 668 mln EUR i 424 mln EUR niższe niż w czerwcu), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe salda usług i dochodów wtórnych (o 660 mln EUR i 210 mln EUR niższe niż w czerwcu). Jednocześnie dynamika polskiego eksportu (2,7% r/r w lipcu wobec 3,0% w czerwcu) jak i importu (-3,9% r/r wobec -10,7%) wskazały na utrzymującą się niską aktywność w polskim handlu zagranicznym, choć skala spadku importu w ujęciu rocznym w lipcu była wyraźnie mniejsza niż w czerwcu. Ubiegłotygodniowe dane stanowią lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się w III kw. br. do 2,5% wobec 2,3% w II kw.

➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w sierpniu do 4,1% r/r wobec 3,8% w lipcu.** Nieznaczny wzrost nominalnej dynamiki płac w sierpniu był wypadkową oddziaływania efektów niskiej ubiegłorocznej bazy oraz zmniejszenia presji płacowej w wyniku wyższego bezrobocia i ograniczenia planów rekrutacyjnych firm. Dynamika zatrudnienia zwiększyła się w sierpniu do -1,5% r/r wobec -2,3% w lipcu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zwiększyło się w sierpniu o 43,0 tys. osób wobec wzrostu o 66,2 tys. osób w lipcu, co jest jego najsilniejszym wzrostem w sierpniu w historii. Wzrost zatrudnienia w sierpniu w porównaniu z lipcem wynikał z przywracania wymiarów etatów pracowników sprzed pandemii, powrotu pracowników z zasiłków opiekuńczych, chorobowych i urlopów bezpłatnych, a także przyjęć do pracy. Zatrudnienie w sierpniu było nadal o 150,9 tys. niższe niż w lutym br., czyli ostatnim miesiącu przed silnym wpływem pandemii na rynek pracy. Ubiegłotygodniowe dane wskazują, że negatywny wpływ regulacji związanych z COVID-19 (głównie zasiłków opiekuńczych i redukcji wymiaru czasu pracy) na zatrudnienie i konsumpcję stopniowo wygasa. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w III kw. br. konsumpcja nie zmieni się w porównaniu z III kw. 2019 r. wobec spadku o 6,3% r/r w II kw. W najbliższych miesiącach czynnikiem ryzyka dla konsumpcji będzie spodziewany znaczący wzrost liczby osób przebywających na kwarantannie w związku z COVID-19, które ze względu na charakter wykonywanej pracy nie będą mogły wykonywać jej zdalnie i w konsekwencji będą otrzymywać obniżone wynagrodzenia za czas choroby (por. MAKROpuls z 17.09.2020).

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła 860 tys. wobec 893 tys. dwa tygodnie temu, co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (850 tys.). Tym samym, mimo dalszego spadku, pozostaje ona na poziomie ponad trzykrotnie wyższym niż przed pandemią. Na uwagę zasługuje również obniżenie liczby kontynuowanych wniosków (z 13,39 mln do 12,63 mln) będącej wypadkową liczby nowych miejsc pracy i liczby zwolnień z pracy, która z kolei pozostaje na poziomie siedmiokrotnie wyższym niż przed pandemią. Tym samym dane potwierdzają kontynuację poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy, choć sam rynek znajduje się nadal daleko od poziomu równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. produkcji

przemysłowej, której zwiększyła się w sierpniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 3,5% w lipcu, co było poniżej oczekiwań rynku (1,0%). Niższe tempo wzrostu produkcji wynikało z obniżenia dynamiki produkcji we wszystkich jej głównych działach (przetwórstwa, górnictwo i dostarczanie mediów). Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w sierpniu do 71,4% wobec 71,1%. Nadal pozostaje ono jednak wyraźnie poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (ok. 77%). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w sierpniu o 0,6% m/m wobec wzrostu o 0,9% w lipcu, co było poniżej oczekiwań rynku (+1,0%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zwiększyła się w sierpniu do 0,7% m/m wobec 1,3% w lipcu. Dane o sprzedaży detalicznej wskazują, że po osiągnięciu poziomu sprzed pandemii jej ożywienie wyhamowało i powróciło do trendu obserwowanego przed pandemią. Na utrzymujące się wysokie tempo ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o pozwoleniach na budowę (1470 tys. w sierpniu wobec 1483 tys. w lipcu) oraz rozpoczętych budowach domów (1416 tys. wobec 1492 tys.). W zeszłym tygodniu opublikowany został także wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się we wrześniu do 78,9 pkt. wobec 74,1 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (75,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Mieszanych informacji nt. sytuacji w przetwórstwie dostarczyły z kolei regionalne indeksy NY Empire State (17,0 pkt. we wrześniu wobec 3,7 pkt. w sierpniu) i Philadelphia FED (15,0 pkt. wobec 17,2 pkt.). Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB zwiększy się w III kw. o ok. 25% (w ujęciu zannualizowanym) wobec spadku o 32,9% w II kw., a w całym 2020 r. obniży się o 4,5%. Czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia wzrostu gospodarczego w USA jest dalszy przebieg pandemii COVID-19 w USA.

-  **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się we wrześniu do 77,4 pkt. wobec 71,5 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (69,8 pkt.).** Zgodnie z komunikatem wzrostowi indeksu sprzyjały oczekiwania dotyczące wysokiego tempa ożywienia gospodarczego w Niemczech w kolejnych kwartałach. Impas w rozmowach w sprawie Brexitu, a także wzrost zakażeń koronawirusem nie miały istotnego wpływu na nastroje respondentów. 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.
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z Chin.** Dane o produkcji przemysłowej (5,6% r/r w sierpniu wobec 4,8%), sprzedaży detalicznej (0,5% wobec -1,1%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (-0,3% wobec -1,6%) wskazały na dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w Chinach wspierane przez stymulację fiskalną i monetarną, a także wzrost popytu zewnętrznego sygnalizowany wcześniej przez dane o eksporcie (por. MAKROmapa z 7.09.2020). Warto zwrócić uwagę na strukturę danych o sprzedaży detalicznej, gdzie wzrost dynamiki sprzedaży odnotowano w większości kategorii. Jednocześnie w sierpniu utrzymał się kilkunastoprocentowy wzrost sprzedaży samochodów w ujęciu rocznym. Świadczy to o dalszej odbudowie popytu konsumpcyjnego. Ubiegłotygodniowe dane z Chin stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą chiński PKB zwiększy się w III kw. o 5,8% r/r wobec wzrostu o 3,2% w II kw.

 **Stopy procentowe w USA szybko nie wzrosną**

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu FED utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Bez zmian pozostała również skala prowadzonego przez Rezerwę Federalną programu skupu aktywów wynosząca 120 mld USD miesięcznie, z czego 80 mld USD stanowią obligacje skarbowe a 40 mld USD papiery MBS (mortgage-backed securities). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef FED J. Powell podtrzymał swoją ocenę, zgodnie z którą obecna polityka jest odpowiednia i podkreślił, że Rezerwa Federalna jest gotowa do dostosowania skali prowadzonego przez nią programu skupu aktywów jeśli będzie to konieczne. Część inwestorów oczekiwała, że FED zwiększy skalę skupu aktywów, stąd po posiedzeniu doszło do nieznacznego wystromienia krzywej dochodowości (wzrostu rentowności na długim końcu krzywej).

Zgodnie z komunikatem Rezerwa Federalna będzie dążyła do osiągnięcia maksymalnego zatrudnienia przy inflacji kształtującej się w długim okresie na poziomie 2%. Jednocześnie z komunikacie znalazła się zapowiedź, zgodnie z którą polityka pieniężna FED pozostanie łagodna tak długo, aż powyższe cele zostaną osiągnięte. W komunikacie na szczególną uwagę zasługują zmiany odzwierciedlające ogłoszoną w sierpniu nową strategię celu inflacyjnego, który obecnie traktowany jest jako średni pożądany poziom inflacji (tzw. AIT – average inflation targeting). W opublikowanym komunikacie Rezerwa Federalna zapowiedziała, że po okresie w którym inflacja w USA utrzymywała się poniżej celu inflacyjnego FED (2%) będzie ona akceptowała kształtowanie się dynamiki cen umiarkowanie powyżej celu (dotychczasowe wypowiedzi członków FOMC wskazują, że będą oni tolerować inflację nieprzekraczającą 2,5% - por. MAKROmapa z 31.08.2020).

Po posiedzeniu przedstawiona została najnowsza projekcja makroekonomiczna FOMC. Zgodnie z wrześniową projekcją dynamika PKB wyniesie -3,7% w 2020 r. (-6,5% w czerwcowej projekcji). W konsekwencji, ze względu na wyższy punkt startowy, zrewidowana została ścieżka wzrostu gospodarczego w kolejnych latach: 4,0% w 2021 r. (5,0%), 3,0% w 2022 r. (3,5%), 2,5% w 2023 r. oraz 1,9% w długim okresie (1,8%). Zrewidowana w dół została mediana oczekiwań dla stopy bezrobocia. Zgodnie z wrześniową projekcją stopa bezrobocia wyniesie 7,6% (9,3%) w 2020 r., 5,5% w 2021 r. (6,5%), 4,6% w 2022 r. (5,5%) i 4,0% w 2023 r. Nie zmieniła się natomiast szacowana przez FED stopa bezrobocia naturalnego, która zarówno w przypadku wrześniowej jak i czerwcowej projekcji wyniosła 4,1%. Warto odnotować, że bezrobocie spadnie poniżej poziomu bezrobocia naturalnego dopiero w 2023 r., co w świetle ubiegłotygodniowego komunikatu FED wskazuje, że polityka pieniężna w USA pozostanie łagodna jeszcze przez dłuższy czas. W górę zrewidowane zostały natomiast ścieżki inflacji (1,2% w 2020 r. (0,8%), 1,7% w 2021 r. (1,6%), 1,8% w 2022 r. (1,7%) i 2,0% w 2023 r.) oraz inflacji bazowej (1,5% w 2020 r. (1,0%), 1,7% w 2021 r. (1,5%), 1,8% w 2022 r. (1,7%) i 2,0% w 2023 r.). Wyniki projekcji stanowią pewne zaskoczenie w świetle zapowiedzianej większej tolerancji Rezerwy Federalnej dla przejściowego, umiarkowanego odchylenia inflacji w górę od tego celu. Nie zmieniła się natomiast mediana oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych na obecnym poziomie w latach 2020-2022. Stabilizacji stóp członkowie FOMC oczekują również w 2023 r., który został po raz pierwszy uwzględniony

w prognozie. Jedynie 4 z 17 członków FOMC prognozuje, że stopy procentowej w 2023 r. będą wyższe niż obecnie.

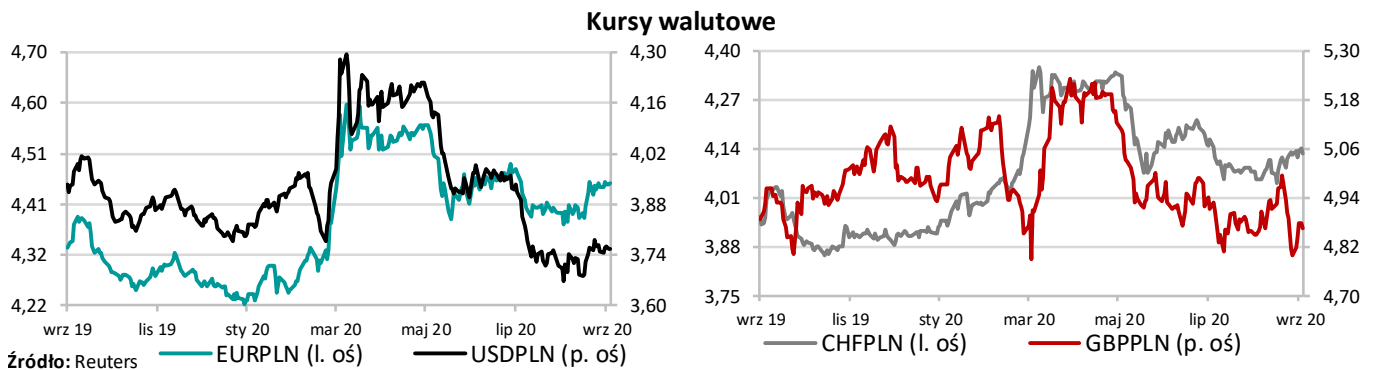
Wrześniowa projekcja makroekonomiczna członków FED*					
Wskaźnik	2020	2021	2022	2023	Długi okres
Wysokość stóp procentowych: środek przedziału					
Projekcja wrześniowa	0,125%	0,125%	0,125%	0,125%	2,50%
Projekcja czerwcową	0,125%	0,125%	0,125%		2,50%
Prognoza Credit Agricole	0,125%	0,125%			2,50%
Zmiana realnego PKB					
Projekcja wrześniowa	-3,7%	4,0%	3,0%	2,5%	1,9%
Projekcja czerwcową	-6,5%	5,0%	3,5%		1,8%
Prognoza Credit Agricole	-4,5%	3,7%			1,9%
Stopa bezrobocia - średnia z 4. kw.					
Projekcja wrześniowa	7,6%	5,5%	4,6%	4,0%	4,1%
Projekcja czerwcową	9,3%	6,5%	5,5%		4,1%
Prognoza Credit Agricole	7,8%	6,2%			4,0%
Inflacja					
Projekcja wrześniowa	1,2%	1,7%	1,8%	2,0%	2,0%
Projekcja czerwcową	0,8%	1,6%	1,7%		2,0%
Prognoza Credit Agricole	1,3%	1,8%			2,0%

Źródło: Rezerwa Federalna, Credit Agricole.

Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji 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, będące medianą indywidualnych prognoz członków FOMC na koniec danego roku.

Treść komunikatu po posiedzeniu FED, wypowiedzi J. Powella podczas konferencji prasowej, a także najnowsza projekcja ekonomiczna FOMC są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym stopy procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy czas. Ponadto oczekujemy, że FED zmieni strukturę skupowanych obligacji skarbowych koncentrując się na papierach o dłuższych terminach zapadalności, niemniej nie nastąpi to wcześniej niż na początku 2021 r.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro mogą osłabić złotego

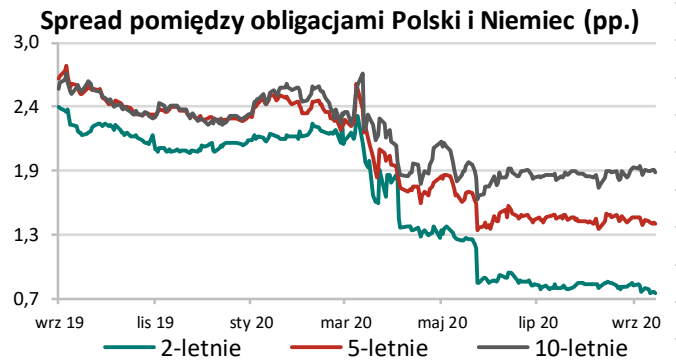
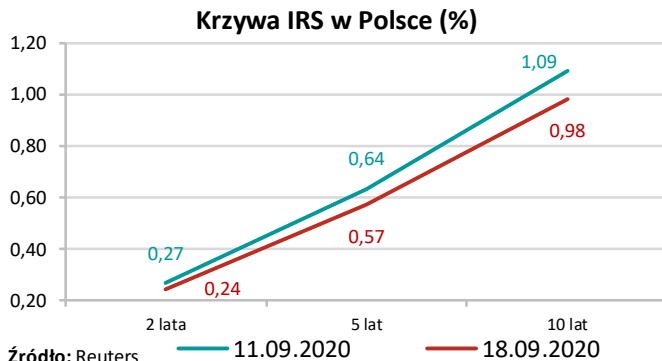


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4529 (osłabienie złotego o 0,2%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN był relatywnie stabilny i oscylował wokół poziomu 4,45. Publikacja licznych krajowych danych, a także posiedzenie RPP nie miało wpływu na kurs polskiej waluty.

W ubiegłym tygodniu doszło do przejściowego umocnienia dolara względem euro, któremu sprzyjało rozczarowanie części inwestorów w reakcji na brak zwiększenia skali programu skupu aktywów prowadzonego przez FED. Na uwagę zasługuje również ubiegłotygodniowe przejściowe osłabienie funta względem euro ze względu na gołębi wydźwięk *Minutes* z ubiegłotygodniowego posiedzenia Banku Anglii. Zapis dyskusji po posiedzeniu wskazuje, że Bank Anglii rozważa obniżenie stóp procentowych poniżej zera i zamierza przeanalizować techniczne kwestie związane z prowadzeniem takiej polityki.

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. Istotne dla złotego będą również zaplanowane na środę publikacje wstępnych indeksów PMI dla strefy euro, które w przypadku realizacji naszych prognoz mogą przyczynić się do osłabienia złotego. Przeciwny wpływ mogą mieć natomiast krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Publikacje danych z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. 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.

Krajowe dane o sprzedaży detalicznej mogą sprzyjać wzrostowi stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,24 (spadek o 3), 5-letnie do 0,57 (spadek o 67pb), a 10-letnie do 0,98 (spadek o 11pb). W ubiegłym tygodniu doszło do silnego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W naszej ocenie ich przyczyną były obawy inwestorów dotyczące wpływu rosnącej liczny przypadków koronawirusa w Europie na tempo ożywienia gospodarczego. We wtorek NBP przeprowadził bezpośredni skup obligacji (tzw. *outright buy*) obligacji skarbowych oraz obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 za 748,19 mln PLN. Operacja ze względu na swoją niewielką skalę nie miała istotnego wpływu na krzywą dochodowości.

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach stawki IRS pozostaną pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa. Kluczowe dla inwestorów będą informacje nt. drugiej fali zachorowań. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek, które w przypadku realizacji naszych prognoz mogą sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Podobny wpływ mogą mieć krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Publikacje danych z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. 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 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	4,45
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	3,77
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	4,16
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	2,9	
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	4,0	
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	1,5	
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	-1,2	
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	4,1	
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	-1,5	
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	1620		
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	2,7		
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	-3,9		

* 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	4,45	4,37	4,36	4,35	4,34	4,33	4,26	4,37	4,33	
USDPLN**	4,13	3,95	3,77	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 21.09.2020 r.							
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	2,7	3,1	2,4	
Wtorek 22.09.2020 r.							
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	16,8	16,1	16,4	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Sierpień	5,86	6,06	5,98	
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	-14,7		-14,7	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	18,0			
Środa 23.09.2020 r.							
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	52,2	52,5	52,5	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	50,5	52,5	50,5	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	51,7	52,3	51,9	
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	51,9	53,0	51,7	
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Sierpień	6,1	6,2	6,1	
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	53,1		53,1	
Czwartek 24.09.2020 r.							
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	-0,75		-0,75	
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	92,6	93,6	93,8	
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Wrzesień				
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	884		850	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	901	887	892	
Piątek 25.09.2020 r.							
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	10,2		10,4	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	11,4	1,7	1,5	

* 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.