

W tym tygodniu

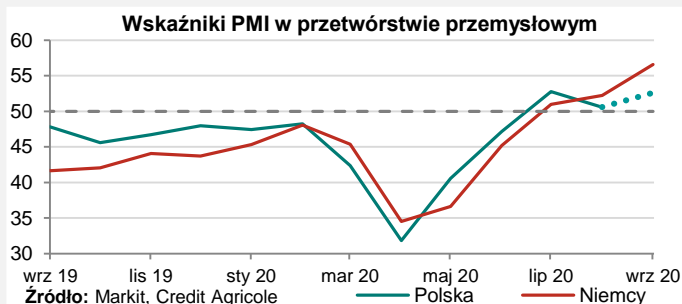
➤ **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 875 tys. osób we wrześniu wobec wzrostu o 1,371 mln w sierpniu. Prognozujemy, że stopa bezrobocia obniżyła się do 8,2% we wrześniu z 8,4% w sierpniu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 650 tys. we wrześniu wobec wzrostu o 428 tys. w sierpniu). W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 850 tys. wobec 870 tys. tydzień temu, potwierdzając spadkowy trend dla tego wskaźnika. W czwartek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zwiększy się do 56,5 pkt. we wrześniu wobec 56,0 pkt. w sierpniu. Nieznacznie szybszy wzrost aktywności w przetwórstwie był już wcześniej sygnalizowany przez regionalne wskaźniki koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Conference Board (90,0 pkt. we wrześniu wobec 84,8 pkt. w sierpniu), podobnie jak finalny indeks Uniwersytetu Michigan (78,9 pkt. we wrześniu wobec 74,1 pkt. w sierpniu) wskażą na poprawę nastrojów konsumenckich. Oczekujemy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla rynków finansowych.

➤ **W tym tygodniu poznamy wrześniowe indeksy PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że indeks Caixin PMI wzrósł do 53,4 pkt. we wrześniu wobec 53,1 pkt. w sierpniu, a indeks CFLP PMI zwiększył się w naszej ocenie do 51,4 pkt. wobec 51,0 pkt. w sierpniu. Poprawa koniunktury będzie odzwierciedleniem ożywienia w światowym handlu, dalszej odbudowy łańcuchów dostaw oraz działań chińskiego rządu i Ludowego Banku Chin mających na celu stymulację popytu wewnętrznego. Naszym zdaniem publikacja wyników badań koniunktury będzie neutralna dla kursu złotego i cen obligacji.

➤ **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się we wrześniu do -0,5% r/r wobec -0,2% w sierpniu, do czego przyczynił się spadek inflacji bazowej (z 0,4% w sierpniu do -0,1% r/r we wrześniu, po raz pierwszy w historii ukształtuje się ona poniżej zera) oraz niższa dynamika cen nośników energii. We wtorek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona we wrześniu do -0,2% r/r wobec -0,1% w sierpniu. 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.

➤ **W czwartek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się do 3,0% r/r we wrześniu wobec 2,9% w sierpniu.** Na wzrost inflacji złożyły się wyższe tempo wzrostu cen paliw, niższa dynamika cen żywności oraz spadek inflacji bazowej (3,9% r/r we wrześniu wobec 4,3% w sierpniu). Nasza prognoza inflacji jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla rynków finansowych.

➤ **W czwartek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że indeks zwiększył się we wrześniu do 52,6 pkt. wobec 50,6 pkt. w sierpniu, co będzie spójne z poprawą odnotowaną w badaniach koniunktury GUS. Wsparcie dla polskiego indeksu PMI stanowi również poprawa nastrojów w Niemczech (patrz poniżej). Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami rynkowymi, stąd jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



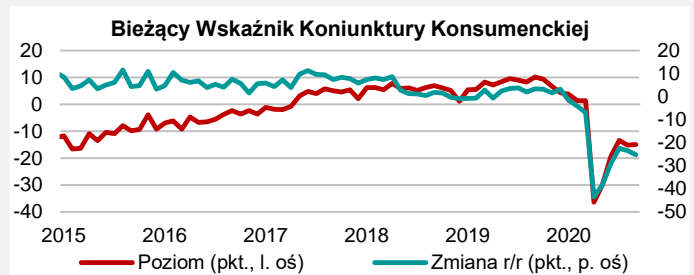
- **Na piątek zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Standard & Poor's.** W kwietniu 2020 r. agencja utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Jako uzasadnienie takiej oceny wiarygodności kredytowej S&P wskazał na zrównoważony wzrost gospodarczy, wysoki kapitał ludzki, członkostwo Polski w UE, umiarkowane poziomy zadłużenia prywatnego i publicznego, dobre statystyki dotyczące zadłużenia zagranicznego i rozwinięty rynek kapitałowy. Agencja zwracała wówczas uwagę, że ze względu na wyjątkowy charakter epidemii, oczekiwany, wyraźny wzrost deficytu sektora finansów publicznych w br. nie będzie stanowił złamania reguł fiskalnych. S&P najprawdopodobniej zaakcentuje w komunikacie konieczność wdrożenia przez rząd strategii, której celem będzie obniżenie relacji długu publicznego do PKB w średnim terminie. Oczekujemy, że S&P utrzyma w tym tygodniu niezmienny rating Polski i jego perspektywę. Decyzje zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nie nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.

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 „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 (choć obniżający się) dług zagraniczny netto. Fitch wskazał kilka czynników, których materializacja mogłaby się przyczynić do decyzji negatywnej dla ratingu Polski w przyszłości. Pierwszym z nich jest trwały wzrost długu publicznego. Drugim – pogorszenie klimatu biznesowego lub naruszenie praworządności, które miałyby negatywny wpływ na sytuację gospodarczą. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.
- **Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu złotego.** Głównymi argumentami na rzecz podniesienia ścieżki EURPLN były odsuwająca się w czasie perspektywa łagodzenia polityki pieniężnej w USA i strefie euro, niepewność dotycząca wyniku wyborów prezydenckich w USA oraz druga fala epidemii w Europie przyczyniające się do wzrostu globalnej awersji do ryzyka. Oczekujemy, że przed końcem br. awersja do ryzyka obniży się, m.in. ze względu na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC, co będzie sprzyjało umocnieniu polskiej waluty (do 4,43 względem euro). W 2021 r. prognozujemy dalszą aprecjację złotego z uwagi na ożywienie gospodarcze w Polsce (kurs EURPLN równy 4,35 na koniec 2021 r.).
- **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro obniżył się we wrześniu do 50,1 pkt. wobec 51,9 pkt. w sierpniu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (51,7 pkt.) i naszej prognozy (53,0 pkt.).** Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Warto przy tym zauważyć, że składowa dla aktywności biznesowej w usługach obniżyła się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zgodnie z komunikatem w znacznym stopniu wynikało to z rosnącej liczby przypadków koronawirusa w Europie. Spadek indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w Niemczech, we Francji oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W strukturze danych na uwagę zasługuje silna poprawa sytuacji w niemieckim przetwórstwie, mimo pogarszającej się koniunktury w usługach. Indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 56,6 pkt. wobec 52,2 pkt. w sierpniu, kształtując się na najwyższym

poziomie od czerwca 2018 r. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw). Historycznie duże dysproporcje pomiędzy sytuacją w przetwórstwie i usługach były krótkotrwałe. Stąd w warunkach dalszego pogorszenia koniunktury w usługach ze względu na rosnącą liczbę przypadków koronawirusa w Europie, kolejne miesiące mogą przynieść spadek indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa. Wrześniowe indeksy PMI stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w strefie euro obniży się w 2020 r. o 8,1% r/r wobec wzrostu o 1,2% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 5,5%.

Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w sierpniu w cenach bieżących o 0,4% r/r wobec wzrostu o 2,7% w lipcu. Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w sierpniu do 0,5% r/r wobec 3,0% w lipcu. W kierunku spadku dynamiki pomiędzy lipcem a sierpniem oddziaływał efekt



Źródło: GUS, Credit Agricole

niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym sprzedaż detaliczna w cenach stałych była w sierpniu wyższa tylko o 0,2% w porównaniu do lipca br. i ukształtowała się na poziomie niższym o 1,1% niż w lutym, czyli ostatnim miesiącu przed silnym wpływem pandemii na sytuację w handlu. Struktura danych o sprzedaży detalicznej wskazuje, że efekt odłożonego popytu, który podbijał dynamikę sprzedaży w ostatnich miesiącach, wyczerpał się (por. MAKROpuls z 21.09.2020). Uważamy, że w świetle pogorszenia sytuacji na rynku pracy i obaw gospodarstw domowych o drugą falę epidemii, które znalazły odzwierciedlenie w silnym wyhamowaniu poprawy koniunktury konsumenckiej, potencjał do dalszego wzrostu sprzedaży detalicznej jest ograniczony. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji wyniesie 0,0% r/r w III kw. i zwiększy się nieznacznie do 0,5% w IV kw. br.

Produkcja budowlano-montażowa w Polsce zmniejszyła się w sierpniu o 12,1% r/r wobec spadku o 10,9% w lipcu. Do obniżenia rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej przyczynił się efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w sierpniu o 0,1% m/m, co było jej najmniejszym spadkiem w ujęciu m/m od marca br. Jednocześnie jej odsezonowany poziom ukształtował się w sierpniu o 15,9% niżej niż w lutym, czyli przed wybuchem pandemii. Struktura danych o produkcji budowlano-montażowej wskazała na szeroki zakres spadku inwestycji zarówno prywatnych jak i publicznych. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym aktywność w budownictwie pozostanie na obniżonym poziomie w najbliższych miesiącach (por. MAKROpuls z 21.09.2020).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki. Zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w sierpniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 11,7% w lipcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (1,5%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe spadła w sierpniu do 0,4% wobec 3,2% w lipcu. Wielkość zamówień na dobra trwałe w USA jest nadal o ok. 5% 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 sierpniu o prawie 2% wyższa 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 wyniosła 870 tys. wobec 866 tys. dwa tygodnie temu, co było powyżej oczekiwań rynku (843 tys.). Tym samym pozostaje ona na poziomie ponad trzykrotnie wyższym niż przed pandemią. Na uwagę zasługuje obniżenie liczby kontynuowanych wniosków (z 12,63 mln do 12,58 mln) będącej wypadkową liczby nowych miejsc pracy i liczby zwolnień z pracy, która mimo

odnotowanego spadku pozostaje na poziomie siedmiokrotnie wyższym niż przed pandemią. Tym samym dane potwierdzają, że tempo poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy wyraźnie wyhamowuje, a on sam znajduje się nadal daleko od poziomu równowagi. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane o sprzedaży nowych domów (1011 tys. w sierpniu wobec 965 tys. w lipcu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,0 mln w sierpniu wobec 5,86 mln w lipcu), które potwierdziły sygnalizowany wcześniej przez sierpniowe dane o pozwoleniach na budowę i rozpoczętych budowach domów silny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB zwiększy się w III kw. o 24,3% (w ujęciu zannualizowanym) wobec spadku o 31,7% w II kw., w IV kw. wzrośnie o 3,7% (zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę z 7,9% ze względu na brak porozumienia w USA w sprawie nowego pakietu stymulacji fiskalnej), 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.

❗ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB utrzymał swoją główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (-0,75%), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W komunikacie zaznaczono, że ekspansywna polityka pieniężna jest konieczna dla stabilizacji aktywności ekonomicznej oraz odpowiedniego poziomu inflacji. Jednocześnie SNB powtórzył, że ze względu na wysoki kurs franka jest gotów zwiększyć skalę prowadzonych przez siebie interwencji walutowych. SNB opublikował również swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne, choć zaznaczył, że ze względu na pandemię COVID-19 są one obciążone dużą niepewnością. SNB oczekuje, że w 2020 r. szwajcarski PKB zmniejszy się o ok. 5% r/r (wobec -6% r/r w czerwcowej projekcji). Zgodnie z komunikatem nieznaczna rewizja w górę wynikała ze słabszego niż wcześniej oczekiwano spadku PKB w II kw. Ze względu na wzrost cen ropy naftowej podniesiona została również ścieżka inflacji. Zgodnie z wrześniową projekcją inflacja wyniesie -0,6% w 2020 r. (-0,7% w czerwcowej projekcji), 0,1% w 2021 r. (-0,2%) oraz 0,2% w 2022 r. (0,2%). Prognozujemy, że kurs CHFPLN na koniec 2020 r. wyniesie 4,10, a na koniec 2021 r. obniży się do 3,88.

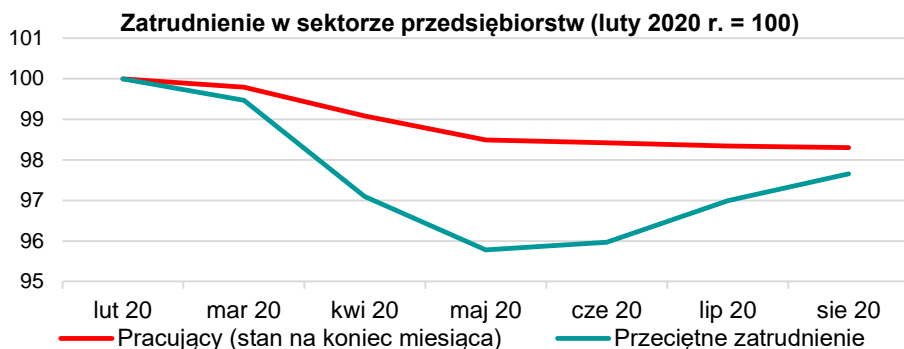
❗ **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zwiększył się we wrześniu do 93,4 pkt. wobec 92,5 pkt. w sierpniu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (93,8 pkt.).** Zwiększenie indeksu wynikało ze wzrostu jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w przetwórstwie, budownictwie i handlu, podczas gdy sytuacja w usługach uległa pogorszeniu. 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. Czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy są jednak opublikowane w ubiegłym tygodniu wstępne indeksy PMI (patrz wyżej).

❗ Anomalie na rynku pracy związane z COVID-19 wygasają

Z uwagi na pandemię COVID-19 monitorowanie sytuacji na rynku pracy stało się bardziej wymagającym zadaniem niż dotychczas. Głównym elementem utrudniającym poprawną ocenę sytuacji w tym obszarze są wdrożone przez przedsiębiorstwa instrumenty hibernowania zatrudnienia przewidziane w ramach „tarczy antykryzysowej” oraz korzystanie przez pracowników z różnego rodzaju zwolnień od świadczenia pracy. Poniżej prezentujemy główne tendencje w tym zakresie.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw możemy mierzyć za pomocą dwóch wskaźników. Pierwszy z nich to liczba osób pracujących (stan na koniec miesiąca). Zalicza się do niej osoby zatrudnione na podstawie stosunku pracy, łącznie z pracownikami sezonowymi i zatrudnionymi dorywczo. Drugim wskaźnikiem jest przeciętne zatrudnienie. W tym wypadku wykazuje się przeciętną liczbę zatrudnionych w danym miesiącu,

po przeliczeniu osób niepełnozatrudnionych na pełne etaty. Ponadto, z przeciętnego wynagrodzenia wyłączone są osoby przebywające na urloпах bezpłatnych i wychowawczych oraz osoby otrzymujące zasiłki chorobowe, macierzyńskie, ojcowskie, rodzicielskie i opiekuńcze.

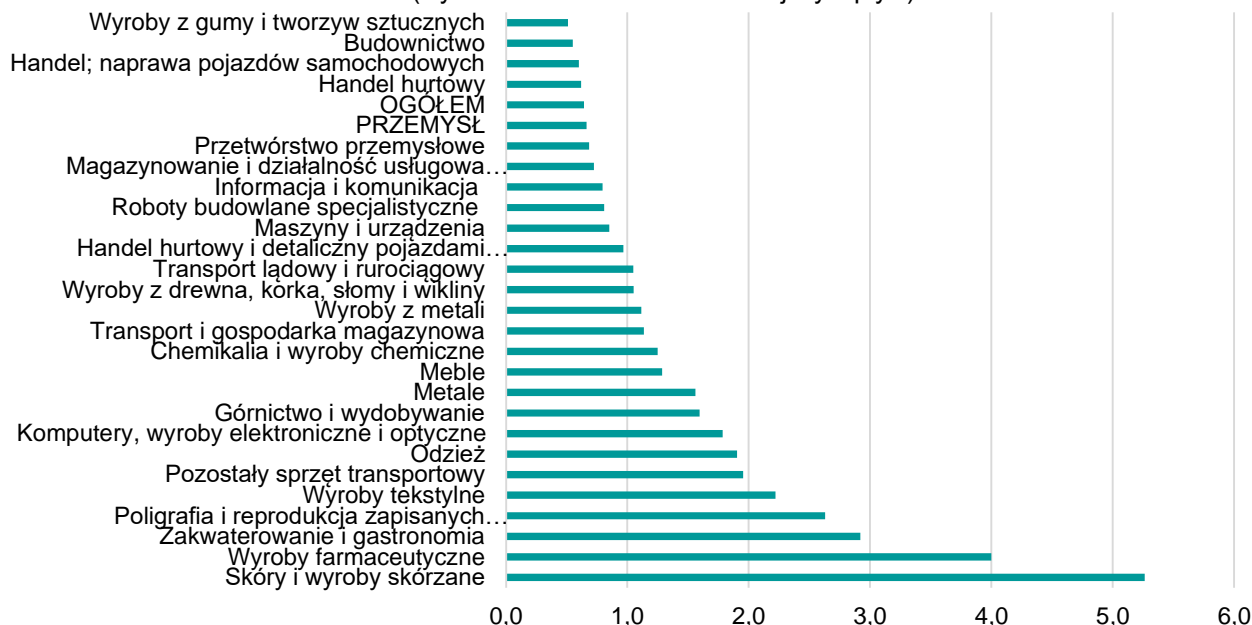


Źródło: GUS, Credit Agricole

Warto zwrócić uwagę, że w okresie lipiec-maj 2020 r. doszło do znacznie silniejszego spadku przeciętnego zatrudnienia (o 4,2%) niż liczby pracujących (1,5%). Naszym zdaniem głównym czynnikiem wyjaśniającym tak dużą skalę spadku raportowanego przez firmy zatrudnienia było skorzystanie przez wielu pracowników z możliwości otrzymania zasiłku opiekuńczego

(efekt zamknięcia szkół, placówek oświatowych i placówek systemu opieki społecznej). Zgodnie z wytycznymi GUS osoby otrzymujące ten zasiłek nie powinny być uwzględniane w liczbie osób zatrudnionych raportowanej przez przedsiębiorstwa. Ponadto, do silnego obniżenia przeciętnego zatrudnienia w tym okresie przyczyniły się również wdrożone przez przedsiębiorstwa instrumenty hibernowania zatrudnienia przewidziane w ramach „tarczy antykryzysowej”. Ze względu na wymagany przez GUS sposób obliczania przeciętnego zatrudnienia w firmach (w przeliczeniu na pełne etaty) stosowane przez wiele firm obniżenie wymiaru czasu pracy oddziaływało w kierunku spadku raportowanego przez firmy zatrudnienia. Jednocześnie efekty te były neutralne z punktu widzenia liczby pracujących.

Skala efektów związanych z pandemią COVID-19*
(wyższa wartość oznacza silniejszy wpływ)



* różnica pomiędzy względnymi spadkami przeciętnego zatrudnienia i liczby pracujących (w pkt. proc.)

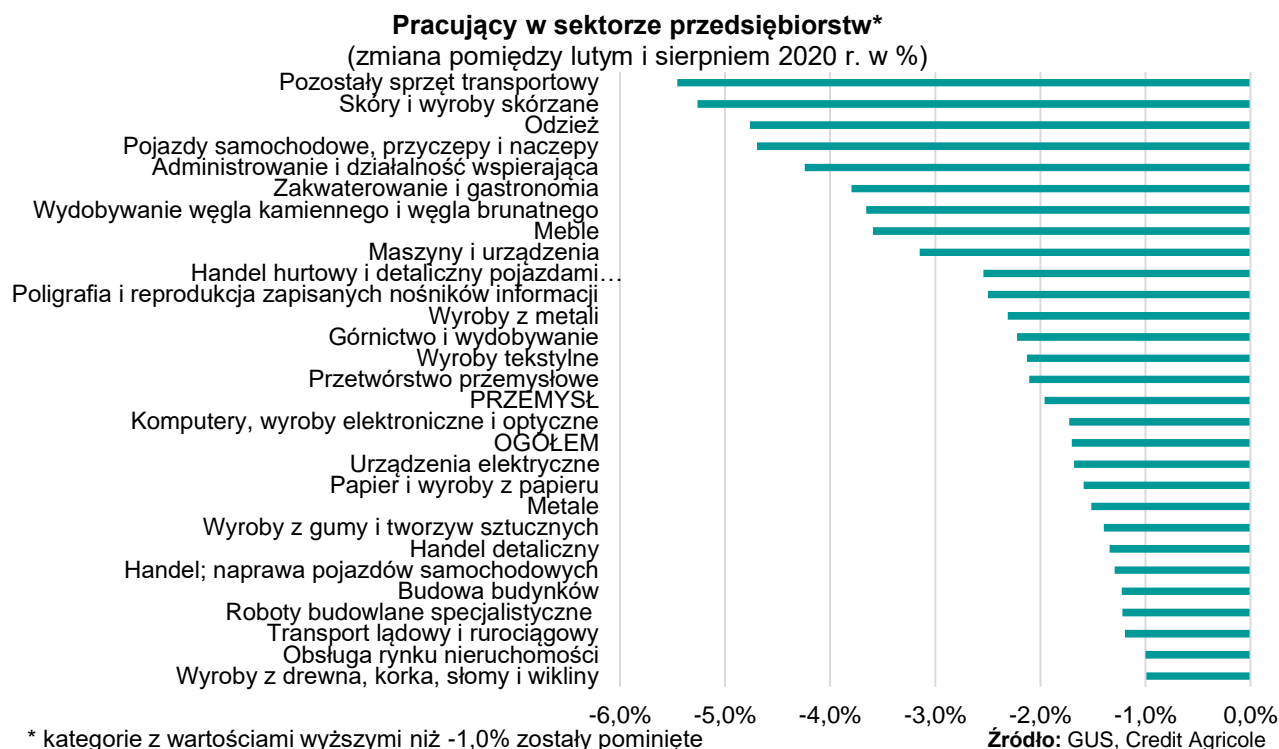
kategorie z wartościami niższymi niż 0.50 zostały pominięte

Źródło: GUS, Credit Agricole

Różnicę pomiędzy względnym spadkiem przeciętnego zatrudnienia, a spadkiem liczby pracujących (odległość pomiędzy zieloną i czerwoną liniami na pierwszym wykresie) można interpretować jako skalę oddziaływania wspomnianych powyżej efektów związanych z pandemią COVID-19 na sytuację na rynku pracy. Od czerwca do sierpnia różnica ta stopniowo zmniejszała się, co było związane z przywracaniem

pracownikom wymiarów etatów sprzed pandemii oraz powracaniem pracowników z zasiłków opiekuńczych, chorobowych i urlopów bezpłatnych. W sierpniu różnica pomiędzy względnymi spadkami tych dwóch wskaźników wyniosła już tylko 0,6 pkt. proc. wobec 2,7 pkt. proc. w maju. Warto zwrócić uwagę, że skala efektów związanych z pandemią jest zróżnicowana w poszczególnych kategoriach sektora przedsiębiorstw (patrz drugi wykres). Są one najsilniejsze w branżach takich jak „produkcja skór i wyrobów skórzanych”, „produkcja wyrobów farmaceutycznych”, „zakwaterowanie i gastronomia”, „poligrafia i reprodukcja zapisanych nośników informacji”, „produkcja wyrobów tekstylnych”, „produkcja pozostałego sprzętu transportowego” oraz „produkcja odzieży”. Na podstawie dostępnych danych nie możemy precyzyjnie określić jaka jest struktura wspomnianych powyżej efektów związanych z pandemią COVID-19 na sytuację na rynku pracy, tzn. na ile wynikają one z pomocy udzielonej w ramach „tarczy antykryzysowej”, a w jakim stopniu są za nie odpowiedzialne zasiłki opiekuńcze, czy też inne czynniki.

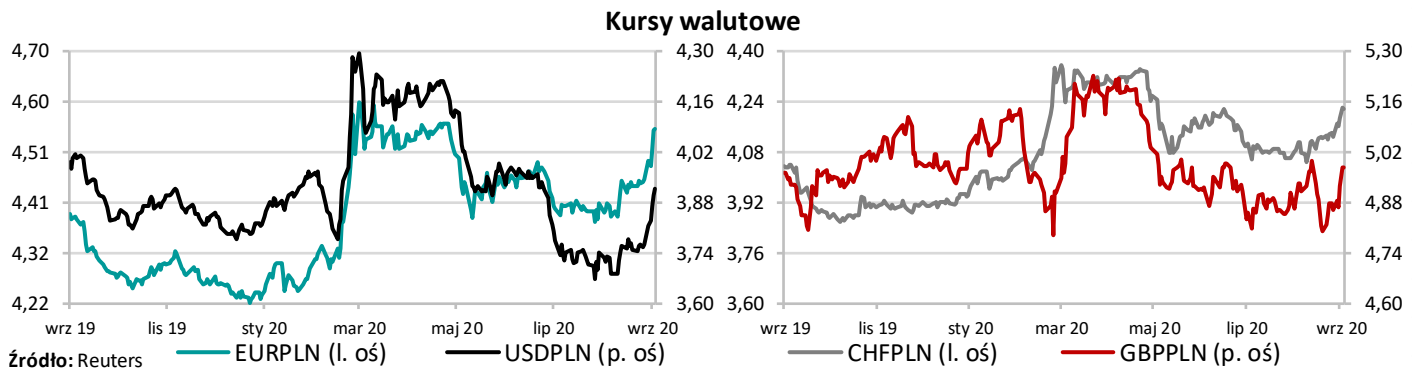
Należy jednak pamiętać, że pomimo stopniowego zwiększania się przeciętnego zatrudnienia w okresie maj-sierpień br., liczba pracujących (stan na koniec miesiąca) nieprzerwanie się obniża od lutego br. Łącznie spadek ten wyniósł 115 tys. osób (1,7%), co oznacza, że pomimo podjętych przez rząd działań mających na celu hibernację zatrudnienia, z uwagi na pandemię mieliśmy do czynienia z licznymi zwolnieniami. W największym stopniu liczba etatów została ograniczona w branżach takich jak „produkcja pozostałego sprzętu transportowego”, „produkcja skór i wyrobów skórzanych”, „produkcja odzieży”, „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep”, „administrowanie i działalność wspierająca”, „zakwaterowanie i gastronomia”, „wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego”, „produkcja mebli” oraz „produkcja maszyn i urządzeń” (patrz wykres poniżej). Skala względnego spadku liczby pracujących jest obecnie lepszym wskaźnikiem do pomiaru wpływu pandemii COVID-19 na sytuację w poszczególnych branżach niż przeciętne zatrudnienie, które jest zaburzone przez szereg czynników wspomnianych powyżej.



Część firm, która skorzystała z rozwiązań w ramach tarczy antykryzysowej i tarczy finansowej zdecyduje się najprawdopodobniej na restrukturyzację po spełnieniu warunku utrzymania stanu zatrudnienia uprawniającego do zredukowanego zwrotu publicznego dofinansowania (odpowiednio 3 i 12 miesięcy). Niemniej jednak oczekujemy, że dalszy spadek liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw będzie już

ograniczony. Taki scenariusz jest zgodny z naszą prognozą zakładającą, że na koniec br. stopa bezrobocia wyniesie 7,5 proc. Od początku przyszłego roku powinniśmy obserwować pierwsze efekty zwiększania zatrudnienia, antycypującego poprawę sytuacji gospodarczej, a w rezultacie spadek stopy bezrobocia.

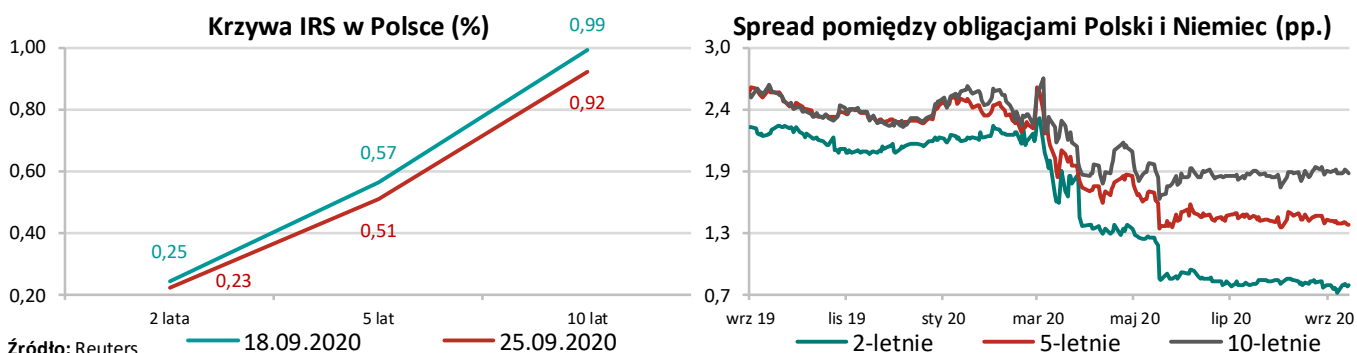
Wyraźne osłabienie złotego w reakcji na wzrost światowej awersji do ryzyka



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5525 (osłabienie złotego o 2,1%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie wzrostowym. W kierunku osłabienia złotego oddziaływało zwiększenie globalnej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie we wzroście indeksu VIX. Przyczyną spadku popytu na ryzykowne aktywa były utrzymująca się niepewność dotycząca skali rozluźnienia polityki monetarnej (niektórzy członkowie FOMC sygnalizowali wiodącą rolę polityki fiskalnej w tej fazie walki ze skutkami epidemii) i fiskalnej (ze względu na utrzymujący się spór pomiędzy Republikanami i Demokratami dotyczący skali i struktury kolejnego pakietu stymulacyjnego) oraz rosnące obawy o gospodarcze skutki coraz większej liczby przypadków koronawirusa w Europie. Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowane w ubiegłym tygodniu wyraźne osłabienie euro względem dolara.

Ogłoszona w ubiegłym tygodniu decyzja agencji Fitch o utrzymaniu polskiego ratingu oraz jego perspektywy na dotychczasowym poziomie jest neutralna 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 w Europie. Istotna dla kursu polskiej waluty będzie również zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą doprowadzić do umocnienia złotego. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, trzeci szacunek PKB, indeks Conference Board, indeks ISM dla przetwórstwa, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), Chin (indeksy CFLP i Caixin PMI dla przetwórstwa) oraz Polski (wstępna inflacja, indeks PMI dla przetwórstwa) nie spotkają się naszym zdaniem z istotną reakcją rynku. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej ewentualny wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Wstępne dane o inflacji w strefie euro będą sprzyjać spadkowi stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,23 (spadek o 2), 5-letnie do 0,51 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 0,92 (spadek o 7pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Jego przyczyną były obawy inwestorów dotyczące wpływu rosnącej liczby przypadków koronawirusa w Europie na tempo ożywienia gospodarczego. Warto jednak odnotować, że spadek stawek IRS w Polsce był słabszy niż na rynkach bazowych, czemu sprzyjała niska płynność na krajowym rynku.

Ogłoszona w ubiegłym tygodniu decyzja agencji Fitch o utrzymaniu polskiego ratingu oraz jego perspektywy na dotychczasowym poziomie jest neutralna dla krzywej 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 Europie. Do spadku stawek IRS mogą przyczynić się wstępne dane o inflacji w strefie euro. Publikacje danych z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, trzeci szacunek PKB, indeks Conference Board, indeks ISM dla przetwórstwa, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Polski (wstępna inflacja, indeks PMI dla przetwórstwa) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej ewentualny 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	4,55
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	3,92
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	4,21
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	0,4	
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	3,1	
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	6,1	
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	
Wkład 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	0,22	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	4,55	4,43	4,40	4,39	4,37	4,35	4,26	4,43	4,35	
USDPLN**	4,13	3,95	3,92	3,75	3,70	3,69	3,64	3,63	3,79	3,75	3,63	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 29.09.2020 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	-1,33		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	-0,1	-0,2	-0,2
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	0,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	84,8	90,0	89,0
Środa 30.09.2020 r.						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Wrzesień	51,0	51,4	51,2
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	53,1	53,4	53,1
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Wrzesień	428		650
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	-31,7	-31,7	-31,7
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	51,2		
Czwartek 01.10.2020 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	50,6	52,6	52,6
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	56,6	56,6	56,6
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	2,9	3,0	3,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	53,7	53,7	53,7
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	7,9		8,1
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-3,3		
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	860		850
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	1,6		
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	53,5		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	56,0	56,5	56,0
Piątek 02.10.2020 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	-0,2	-0,5	-0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	8,4	8,2	8,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Wrzesień	1371	875	920
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	78,9	78,9	79,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	6,4	0,8	1,3

* 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