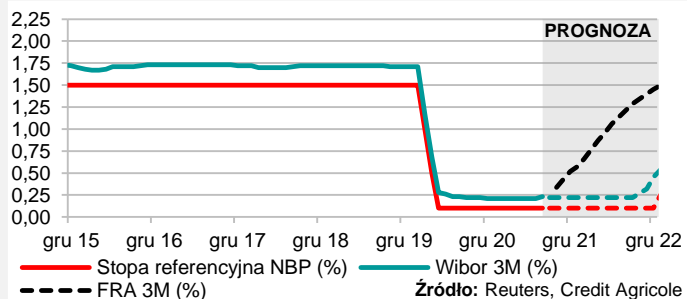


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP nie zmieni stóp procentowych i nie zmodyfikuje działania niestandardowych narzędzi w polityce pieniężnej (m.in. prowadzonych operacji strukturalnych). Uważamy, że treść komunikatu zostanie utrzymana w gołębim tonie. Rada będzie starała się ostudzić oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych pomimo inflacji kształtującej się w sierpniu wyraźnie powyżej celu inflacyjnego i ścieżki przedstawionej w lipcowej projekcji NBP. W uzasadnieniu dla utrzymywania status quo w polityce pieniężnej zapewne zwrócona zostanie uwaga na niepewność dotyczącą wpływu IV fali pandemii COVID-19 na aktywność gospodarczą. Więcej szczegółów dotyczących perspektyw polityki pieniężnej poznamy w trakcie konferencji prezesa NBP, która prawdopodobnie odbędzie się w piątek. Rynek kontraktów FRA wycenia obecnie podwyżki stóp procentowych o ok. 30pb do końca roku. Tym samym gołębi wydźwięk komunikatu po posiedzeniu będzie oddziaływał w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych w strefie euro. Jednocześnie zostanie zaprezentowana najnowsza projekcja makroekonomiczna. Oczekujemy, że ścieżki inflacji i wzrostu gospodarczego w całym horyzoncie prognozy zostaną podniesione w porównaniu do tych przedstawionych w czerwcu br. Uważamy, że bardziej optymistyczna ocena perspektyw makroekonomicznych w strefie euro skłoni EBC do ograniczenia skali zakupów w ramach programu luzowania ilościowego na posiedzeniu w tym tygodniu. Nie wykluczamy jednak, że taka decyzja może zmaterializować się dopiero na posiedzeniu w październiku. Uważamy, że EBC zakomunikuje tą zmianę w sposób gołębi tłumacząc, że nieznaczne zmniejszenie miesięcznej skali zakupów (*tapering* z 80 do 70 mld EUR) nie stanowi zacieśniania polityki pieniężnej tylko jest dostosowaniem technicznym pozwalającym na kontynuowanie programu luzowania ilościowego w przewidzianej łącznej skali (1 850 mld EUR) w zapowiedzianym przez EBC horyzoncie (do marca 2022 r.). Jeśli EBC nie zmniejszyłby w horyzoncie kilku posiedzeń miesięcznej skali zakupów aktywów, generowałoby to konieczność zwiększenia łącznej skali programu lub zakończenia go przed marcem. Uważamy, że łagodny *tapering* przez EBC zostanie jednak zinterpretowany przez rynki jako jastrzębia decyzja, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Zgodnie z konsensusem jego wartość zmniejszy się do 32,0 pkt. we wrześniu wobec 40,4 pkt. w sierpniu, co będzie odzwierciedlało rosnące obawy inwestorów o wpływ pandemii COVID-19 na aktywność gospodarczą. Naszym zdaniem publikacja indeksu będzie neutralna dla rynków finansowych.
- We wtorek poznamy dane nt. bilansu handlowego w Chinach.** Oczekujemy, że saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w sierpniu do 52,1 mld USD wobec 42,9 mld USD w lipcu, Naszym zdaniem dynamika importu zmniejszyła się w sierpniu do 16,8% r/r wobec 19,1% w lipcu, a dynamika eksportu spadła do 26,3% r/r wobec 28,1%. Spadki dynamik będą związane z normalizacją tempa wzrostu tych wskaźników wraz z dalszym wygasaniem efektów niskiej bazy sprzed roku, jak również niekorzystnym wpływem rosnącej liczby zachorowań na koronawirusa



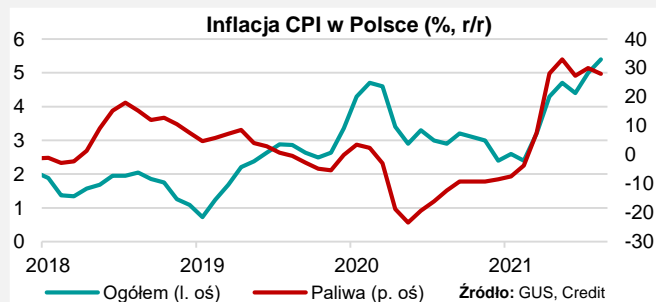
w niektórych krajach azjatyckich na stabilność chińskich łańcuchów dostaw. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

- Dzisiaj opublikowane zostały dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, które zwiększyły się w lipcu do 3,4% m/m wobec wzrostu o 4,6% w czerwcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-0,9%).** Tym samym zamówienia w niemieckim przetwórstwie ukształtowały się w lipcu na poziomie już o 15,7% wyższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Warto odnotować, że przyczyną wzrostu zamówień były wyższe zamówienia zagraniczne, podczas gdy zamówienia krajowe obniżyły się. Źródłem wyższych zamówień zagranicznych były wyższe zamówienia spoza strefy euro. W tym samym czasie zamówienia z obszaru wspólnej waluty zmniejszyły się. Opublikowane dzisiaj wyraźnie lepsze od oczekiwań dane nt. zamówień w niemieckim przetwórstwie są lekko pozytywne dla kursu EURUSD. W tym tygodniu poznamy jeszcze dane o produkcji przemysłowej (wtorek) i bilansie handlowym (czwartek) w Niemczech, które potwierdzą ożywienie w światowym handlu. Oczekujemy, że publikacja tych danych będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- Dynamika PKB zwiększyła się w II kw. do 11,1% r/r wobec -0,9% r/r w I kw., a tym samym ukształtowała się ona nieznacznie powyżej naszej prognozy (10,9%) zgodnej z opublikowanym wcześniej wstępnym szacunkiem (por. MAKROpuls z 31.08.2021).** Jest to najwyższa dynamika polskiego PKB w historii badań, co w znacznym stopniu wynika z efektu niskiej bazy sprzed roku, spowodowanego obostrzeniami wprowadzonymi w związku z pierwszą falą pandemii. Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w II kw. do 2,1% wobec 1,3% w I kw. Tym samym PKB ukształtował się w II kw. po raz pierwszy na poziomie wyższym niż przed wybuchem pandemii (o 0,8%). Głównym źródłem zwiększenia dynamiki PKB w II kw. w porównaniu do I kw. był wyższy wkład konsumpcji (o 7,2 pkt. proc.). Drugie najwyższe zwiększenie wkładu do dynamiki PKB (o 2,6 pkt. proc.) odnotowano w przypadku zapasów, co również było związane z niską ubiegłoroczną bazą. Niska ubiegłoroczna baza oraz szybkie zwiększanie zapasów przez przedsiębiorstwa były w naszej ocenie głównymi źródłami znaczącego przyspieszenia wzrostu importu, którego dynamika ponownie przewyższyła tempo wzrostu eksportu. W efekcie, wkład eksportu netto do dynamiki PKB w II kw. pozostał ujemny (-0,7 pkt. proc. wobec -1,9 pkt. proc. w I kw.). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego oddziaływał również wyższy wkład inwestycji (o 0,6 pkt. proc.), jednak okazał się wyraźnie niższy od oczekiwań rynkowych i naszej prognozy. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB zwiększy się o 5,3% w 2021 r. (patrz niżej).

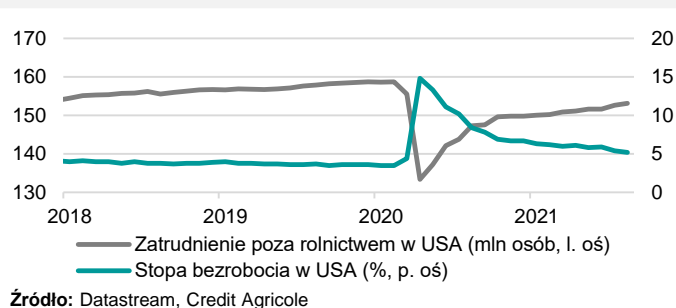
- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w sierpniu do 5,4% r/r wobec 5,0% w lipcu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (5,1%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w



kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki żywności i napojów bezalkoholowych (3,9% w sierpniu wobec 3,1% w lipcu), nośników energii (6,1% wobec 4,0%, efekt podwyżki cen gazu), a także inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w sierpniu do 3,9% r/r wobec 3,7% w lipcu. W przeciwnym kierunku oddziaływała niższa dynamika cen paliw (28,0%

- r/r w sierpniu wobec 30,0% w lipcu). Sierpniowe dane stanowią ryzyko w górę dla prognozowanej przez ścieżki inflacji w najbliższych kwartałach (por. tabela kwartalna). Dokładna analiza tego ryzyka będzie możliwa po zapoznaniu się z finalnymi sierpniowymi danymi o inflacji.
- ✔ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w sierpniu do 56,0 pkt. wobec 57,6 pkt. w lipcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (56,7pkt.) i nieznacznie powyżej naszej prognozy (55,9 pkt.).** Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, czasu dostaw i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost zapasów (por. MAKROpuls z 01.09.2021). Zgodnie z raportem do wolniejszego wzrostu produkcji przyczyniły się opóźnienia w dostawach. W rezultacie zaległości produkcyjne zwiększyły się w sierpniu w prawie rekordowym tempie (tj. nieznacznie niższym niż w czerwcu). Choć wciąż trudno mówić o osłabieniu barier podażowych w polskim przetwórstwie, to należy zwrócić uwagę, że narastały one w sierpniu w najwolniejszym tempie od kilku miesięcy. Średnia wartość indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszyła się do 56,8 pkt. w okresie lipiec-sierpień z 58,3 pkt. w II kw., co sygnalizuje spowolnienie wzrostu gospodarczego w III kw. i jest spójne z naszą zrewidowaną prognozą dynamiki PKB (5,4% r/r w III kw. wobec 11,1% w II kw.).
 - ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w sierpniu do 3,0% r/r wobec 2,2% w lipcu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (2,8%).** Do zwiększenia inflacji przyczyniły się wyższe wkłady wszystkich czterech składowych (cen usług, dóbr przemysłowych, żywności i nośników energii). W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego wzrostu inflacji, która w listopadzie osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 3,8% r/r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2021 r. inflacja będzie równa średniorocznie 2,1% r/r, a w 2022 r. wyniesie 1,6%
 - ✔ **Indeks Caixin dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w sierpniu do 50,1 pkt. wobec 50,4 pkt. w lipcu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (50,2 pkt.).** Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów składowych dla nowych zamówień, produkcji i zatrudnienia, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla czasu dostaw oraz zapasów. W strukturze danych na uwagę zasługuje dalsze wydłużenie czasu dostaw, które zgodnie z komunikatem było po części związane z opóźnieniami związanymi z nasileniem się pandemii i niskim poziomem zapasów u dostawców. Zgodnie z raportem, rosnąca liczba zachorowań w Chinach miała również niekorzystny wpływ na popyt. Nowe zamówienia spadły już drugi miesiąc z rzędu, a bieżąca produkcja obniżyła się po raz pierwszy od lutego 2020 r. Ubiegłotygodniowe wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie stanowią czynnik ryzyka w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2021 r. PKB w Chinach zwiększy się o 8,5% wobec wzrostu o 2,3% w 2020 r.

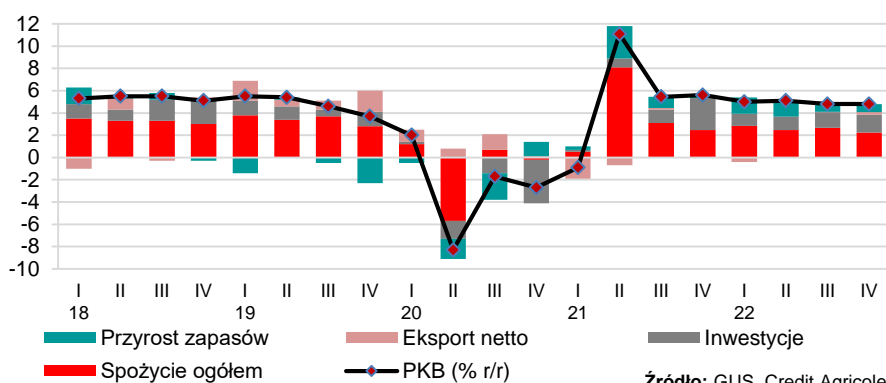
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zatrudnienie poza rolnictwem, które zwiększyło się w sierpniu o 235 tys. wobec wzrostu o 1053 tys. w lipcu (rewizja w górę z 943 tys.), ukształtowało się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 750 tys.). Wyraźnie



słabszy od oczekiwań wzrost zatrudnienia w USA może wynikać z utrzymującego się negatywnego wpływu zwiększonych zasiłków w ramach pakietu J. Bidena w niektórych stanach, które zniechęciły część osób do poszukiwania pracy, jak również rozprzestrzeniającego się wariantu Delta koronawirusa, który miał negatywny wpływ na aktywność gospodarczą (por. COVID Dashboard). Zatrudnienie spadło w handlu detalicznym (o 28,5 tys. osób), sektorze publicznym (o 8 tys.), budownictwie (o 3 tys.) i dostawie mediów (1,3 tys.), a w pozostałych kategoriach liczba etatów zwiększyła się. Stopa bezrobocia zmniejszyła się w sierpniu do 5,2%

wobec 5,4% w lipcu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się w sierpniu w porównaniu do lipca i nadal kształtował się wyraźnie poniżej poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii (ok. 63,3%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks ISM dla przetwórstwa, który zwiększył się w sierpniu do 59,9 pkt. wobec 59,5 pkt., kształtując się powyżej oczekiwań rynku (58,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla zapasów, nowych zamówień i bieżącej produkcji), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. Dane wskazują na dalsze wydłużenie czasu dostaw odzwierciedlające utrzymujące się bariery podażowe w amerykańskim przetwórstwie związane z niedoborem niektórych surowców i półproduktów, które podbijają wzrost cen. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks ISM dla usług, który zmniejszył się w sierpniu do 61,7 pkt. wobec 64,1 pkt. w lipcu, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (61,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów wszystkich jego składowych. W usługach, podobnie jak w przetwórstwie, odnotowano dalsze wydłużenie czasu dostaw związane z narastającymi barierami podażowymi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks Conference Board, który zmniejszył się w sierpniu do 113,8 pkt. wobec 125,1 pkt. w lipcu (rewizja w dół ze 129,1 pkt.), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (124 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań, wywołanego obawami gospodarstw domowych o rozwój pandemii COVID-19 w USA. Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA w sierpniu, wskazują, że mimo postępującej poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy nadal znajduje się on daleko od poziomu równowagi. Biorąc pod uwagę wystąpienie prezesa FED w Jackson Hole (por. MAKROmapa z 30.08.2021) stanowi to istotny argument na rzecz odsunięcia w czasie decyzji o zacieśnianiu polityki pieniężnej w USA. W grudniu 2020 r. gdy FED wprowadził do swojej komunikacji warunek „znaczącej dalszej poprawy” na rynku pracy w kontekście zaostrzenia polityki pieniężnej poziom zatrudnienia w USA znajdował się ok. 10 mln osób poniżej poziomu sprzed szoku pandemicznego. Od tego czasu odrobione zostało ok. 45% tej luki. Uważamy, że przed podjęciem decyzji o *taperingu* skupu aktywów, FED chciałby, aby co najmniej połowa wspomnianej łącznej luki w zatrudnieniu została zlikwidowana. Tym samym, oczekujemy, że prawdopodobieństwo ogłoszenia ograniczenia luzowania ilościowego na wrześniowym posiedzeniu FOMC jest znikome. Prognozujemy, że decyzja o *taperingu* zostanie podjęta w listopadzie, jeżeli kolejne miesiące wskażą na silniejszy wzrost zatrudnienia niż w sierpniu.

Prognozy na lata 2021-2022



Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz makroekonomiczny uwzględniający napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury oraz informacje dotyczące przebiegu pandemii COVID-19 (por. tabela na str. 8). Nasze prognozy średniorocznego tempa wzrostu

gospodarczego w 2021 r. i 2022 r. nie uległy zmianie i wynoszą odpowiednio 5,3% r/r i 4,9%. W naszej prognozie nie uwzględniliśmy jeszcze wpływu proponowanych przez Prawo i Sprawiedliwość zmian w polityce gospodarczej w ramach Polskiego Ładu. Z precyzyjną oceną wpływu regulacji wstrzymamy się do czasu przedstawienia konkretnych ustaw je wprowadzających.

Szczegółowe dane o PKB za II kw. wskazały na niższy od naszych oczekiwań wzrost inwestycji ogółem (por. MAKROpuls z 31.09.2021). Dostępne dane o aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw wskazują, że w II kw. nastąpiło zwiększenie realnej dynamiki inwestycji firm do dwucyfrowego poziomu zarówno w przypadku firm zatrudniających co najmniej 50 osób, jak i w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw (zatrudniających od 10 do 49 osób). Naszym zdaniem przyczyną wyraźnie niższej od oczekiwań dynamiki inwestycji ogółem była niższa od prognozowanej aktywność inwestycyjna sektora publicznego, w tym jednostek samorządu terytorialnego. Uważamy, że dynamika inwestycji w tym segmencie pozostanie na obniżonym poziomie w II poł. br. z uwagi na efekt oszczędności w jednostkach samorządu terytorialnego w warunkach trudnej sytuacji finansowej spowodowanej epidemią COVID-19. Takie tendencje na początku III kw. znajdują potwierdzenie w lipcowych danych o produkcji budowlano-montażowej (por. MAKROpuls z 20.08.2021). Dopiero w 2022 r. ważnym czynnikiem wsparcia dla publicznych nakładów na środki trwałe i wzrostu PKB będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy. Obserwowane obecnie opóźnienia w przyjęciu Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską stanowią istotny czynnik ryzyka w dół dla ścieżki inwestycji publicznych.

Z kolei w przypadku inwestycji przedsiębiorstw jesteśmy optymistyczni. Według danych GUS, odsezonowane wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie wyniosło w III kw. 80,1% i było tylko nieznacznie niższe niż przeciętnie w 2019 r. (81,4%), czyli przed wybuchem pandemii COVID-19. W przeszłości bariera w postaci wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych była głównym czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększenia nakładów inwestycyjnych. Tym samym, wykorzystanie mocy produkcyjnych, które zwiększało się nieprzerwanie od II kw. 2020 r. może być sygnałem trwałości ożywienia inwestycyjnego. Dynamika inwestycji przedsiębiorstw obniży się nieznacznie w III kw. br. z uwagi na wygasające efekty niskiej bazy sprzed roku. Niemniej jednak prognozujemy, że inwestycje przedsiębiorstw będą rosły w tempie 11,7% r/r średniorocznie w br. i 7,6% w 2022 r. Perspektywy dla inwestycji gospodarstw domowych (tj. zakup mieszkań na rynku pierwotnym) są również optymistyczne z uwagi na dobrą sytuację na rynku pracy i oczekiwaną przez nas w najbliższych kwartałach stabilizację stóp procentowych NBP na historycznie niskim poziomie.

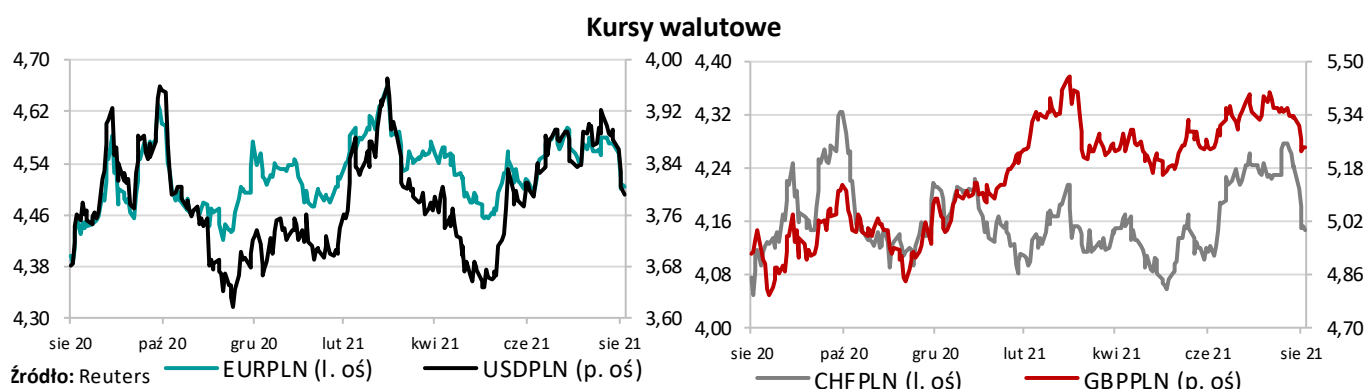
Pozytywne zaskoczenie po stronie konsumpcji w II kw., dane o sprzedaży detalicznej za lipiec oraz nasze wewnętrzne dane o transakcjach kartami płatniczymi klientów skłoniły nas do podniesienia ścieżki spożycia prywatnego w kolejnych kwartałach. Nasze oczekiwania są również optymistyczne z uwagi na większą mobilność Polaków, wynikającą z przystosowania się społeczeństwa do życia w warunkach pandemii oraz mniejszych obaw przed zakażeniem wśród rosnącej liczby zaszczepionych osób i ozdrowieńców. Nasze prognozy dotyczące IV kw. br. wciąż charakteryzują się podwyższoną niepewnością związaną z przebiegiem IV fali pandemii oraz intensywnością obostrzeń wprowadzonych przez rząd, które będą miały negatywny wpływ na tempo wzrostu konsumpcji i PKB.

Podtrzymujemy naszą ocenę, że ożywienie w światowym handlu będzie kontynuowane w najbliższych kwartałach i będzie ono prowadziło do utrzymania się wysokiego popytu na polski eksport. Wraz z oczekiwanym przez nas stopniowym ustępowaniem problemu wąskich gardeł w polskim i globalnym przetwórstwie, ożywienie eksportu utrzyma się. Z uwagi na silniejsze od naszych wcześniejszych oczekiwań ożywienie konsumpcji i inwestycji podnieśliśmy również prognozowaną ścieżkę importu. Tym samym wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego w 2021 r. i 2022 r. uległ obniżeniu.

Podtrzymujemy naszą prognozę, iż RPP rozpocznie cykl zacieśniania polityki pieniężnej dopiero w I kw. 2023 r. Uważamy, że pomimo inflacji kształtującej się obecnie znacząco powyżej celu NBP (2,5%) i ścieżki przedstawionej w lipcowej projekcji, RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych na posiedzeniach we wrześniu i październiku, co jest spójne z wypowiedziami niektórych członków RPP. Kilku członków wskazywało na listopadową projekcję, jako ważny czynnik wpływający na ich decyzje w polityce pieniężnej. Uważamy, że wskaże ona na znaczący spadek dynamiki cen w II poł. br. w okolice celu inflacyjnego (zgodnie z naszym scenariuszem inflacyjnym – por. MAKROmapa z 30.08.2021), a tym samym

nie dostarczy ona argumentów na rzecz podwyżek stóp procentowych. Dodatkowo, niepewność dotycząca pandemii będzie kolejnym argumentem, w świetle wypowiedzi niektórych członków RPP, na rzecz odłożenia w czasie decyzji o podwyżce stóp procentowych. Uważamy, że w I kw. 2023 r. oprócz inflacji kształtującej się powyżej celu inflacyjnego NBP argumentem na rzecz podwyżki stóp procentowych będzie oczekiwane przez nas wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Oczekujemy, że kurs EURPLN wzrośnie do 4,60 na koniec września z uwagi na bardziej gołębie od oczekiwań rynku nastawienie RPP. Prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w Polsce i na świecie, jak również oczekiwane zaostrenie polityki pieniężnej przez RPP będą stanowić wsparcie dla kursu złotego w średnim okresie. Prognozujemy, że kurs EURPLN wyniesie 4,55 na koniec 2021 r. i 4,30 na koniec 2022 r. Czynnikiem ograniczającym umocnienie złotego będzie oczekiwane przez nas rozpoczęcie przez FED ograniczania skali programu luzowania ilościowego (*tapering*) w listopadzie br.

Posiedzenie RPP i EBC mogą osłabić złotego

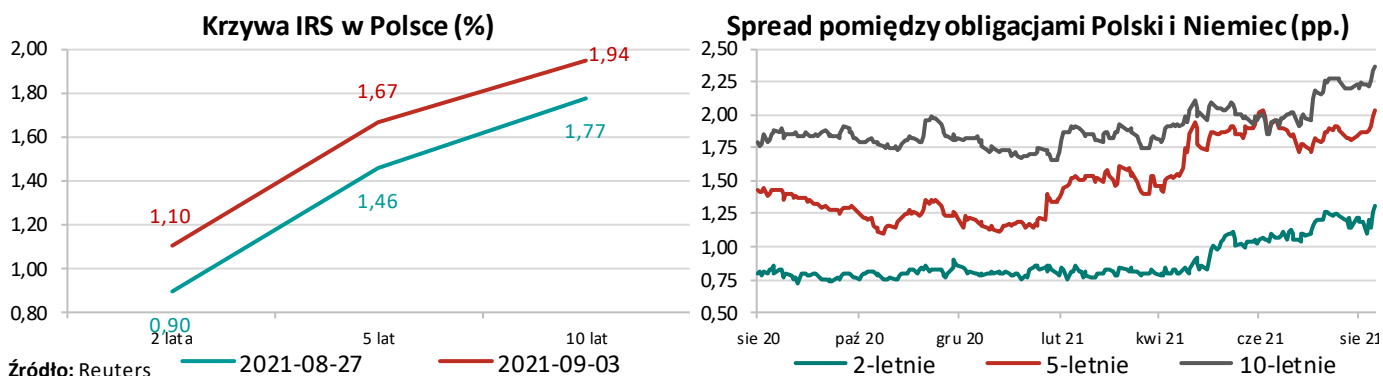


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5035 (umocnienie złotego o 1,5%). W poniedziałek złoty umocnił się wspierany przez gołębie wypowiedzi prezesa FED w trakcie Sympozjum w Jackson Hole dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa 30.08.2021). We wtorek i środę umocnienie złotego było kontynuowane ze względu na wyraźnie wyższe od oczekiwań dane o krajowej inflacji, które nasiliły oczekiwania rynkowe na zacieśnienie polityki pieniężnej przez RPP. W rezultacie kurs EURPLN osiągnął najniższy poziom od początku lipca br. W czwartek kurs złotego nieznacznie osłabił się, gdyż część inwestorów realizowała zyski. Publikacja piątkowych, słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy stanowiła wsparcie dla polskiej waluty.

Przez cały tydzień kurs EURUSD znajdował się w trendzie wzrostowym. Gołębie wystąpienie prezesa FED w Jackson Hole, jastrzębie wypowiedzi niektórych przedstawicieli EBC, jak również słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy wspierały umocnienie euro względem dolara. W rezultacie kurs EURUSD osiągnął w ubiegłym tygodniu najwyższy poziom od przełomu lipca i sierpnia.

Opublikowane dzisiaj rano dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie są w naszej ocenie neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą posiedzenia EBC oraz RPP. Uważamy, że ich wydźwięk będzie sprzyjał osłabieniu złotego. Publikacje wstępnego indeksu ZEW dla Niemiec oraz danych o bilansie handlowym w Chinach nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek.

Posiedzenia RPP i EBC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,79 (wzrost o 21pb), 5-letnie do 1,47 (wzrost o 21pb), a 10-letnie do 1,86 (wzrost o 17pb). W ubiegłym tygodniu doszło do znaczącego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej. Takiej tendencji sprzyjały rosnące oczekiwania rynkowe na zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce (po publikacji wyższej od oczekiwań inflacji) oraz w strefie euro (po jastrzębich wypowiedziach niektórych członków EBC). W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy silny wzrost spreadu pomiędzy polskimi i niemieckimi obligacjami, a tym samym w przypadku 5- i 10-letnich obligacji kształtował się on już na poziomie tylko o 40-50 pb niższym niż przed wybuchem pandemii.

Opublikowane dzisiaj rano dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie nie mają naszym zdaniem istotnego znaczenia dla krzywej. W tym tygodniu kluczowe w centrum uwagi rynku będą posiedzenia RPP oraz EBC. W naszej ocenie, posiedzenie RPP będzie sprzyjało spadkowi stawek IRS, podczas gdy posiedzenie EBC będzie miało przeciwny wpływ. Indeks ZEW dla Niemiec, jak również dane o chińskim bilansie handlowym nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,52	4,56	4,52	4,60
Kurs USDPLN*	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,87
Kurs CHFPLN*	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,22
Inflacja CPI (r/r, %)	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,8	15,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,2	9,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	8,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	1,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	5,9	5,8	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	1273	1330	1917	1504	889	2006	834	116	1631	129	281	93		
Eksport (r/r, % EUR)	2,4	6,6	3,6	10,0	14,7	0,8	6,3	28,9	69,2	41,7	23,9	16,4		
Import (r/r, % EUR)	-4,0	2,1	-4,1	4,1	12,4	-4,5	5,8	24,3	59,7	53,7	36,3	18,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2021				2022				2020	2021	2022	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,9	11,1	5,4	5,6	5,0	5,1	4,8	4,8	-2,7	5,3	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	0,2	13,3	4,4	4,0	3,9	3,5	3,7	3,6	-3,0	5,2	3,7	
Inwestycje (% r/r)	1,3	5,0	7,6	13,5	8,5	8,1	8,6	7,0	-9,6	8,0	7,9	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,7	29,3	15,4	8,1	7,0	7,5	7,3	7,5	-0,2	13,9	7,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	10,0	35,8	17,2	9,3	8,5	8,3	8,1	8,0	-1,9	17,0	8,2	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,1	0,0	2,6	2,0	2,4	2,0	2,2	1,7	-1,7	2,9	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,0	1,2	2,9	1,1	1,2	1,4	1,6	-1,8	1,3	1,3
	Eksport netto (pp.)	-1,9	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,2	0,8	-0,6	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	3,1	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	3,5	2,0	1,7	
Stopa bezrobocia (%)**	6,4	5,9	5,7	5,8	6,0	5,5	5,3	5,4	6,2	5,8	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,1	3,1	1,0	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	-0,5	1,2	0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,6	9,6	8,1	7,5	7,0	6,5	7,0	6,3	5,3	7,9	6,7	
Inflacja CPI (%)*	2,7	4,5	5,1	5,2	4,4	3,3	2,7	2,6	3,4	4,4	3,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,45	0,21	0,22	0,45	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,55	4,50	4,40	4,35	4,30	4,55	4,55	4,30	
USDPLN**	3,95	3,81	3,87	3,82	3,75	3,64	3,57	3,47	3,73	3,82	3,47	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 06.09.2021 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	4,1		-1,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	22,2		19,7
Wtorek 07.09.2021 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Sierpień	56,6	52,1	48,0
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-1,3		0,7
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	II kw.	13,6	13,6	13,6
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	II kw.	2,0	2,0	2,0
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	II kw.	1,8		1,8
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	40,4		30,0
Środa 08.09.2021 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Sierpień	0,10	0,10	0,10
Czwartek 09.09.2021 r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	9,0	9,0	9,0
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	1,0	0,9	1,0
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	13,6		13,1
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Sierpień	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	340		335
Piątek 10.09.2021 r.						
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	0,6		0,6
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Lipiec	2,0		

* 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