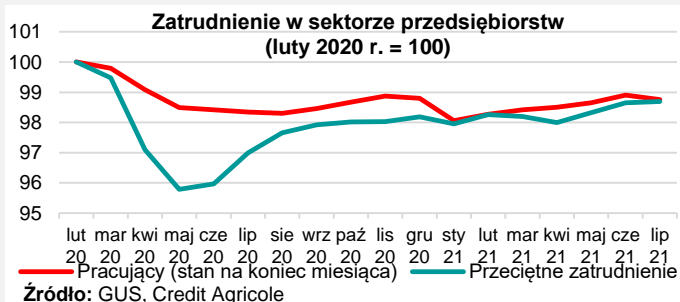


## W tym tygodniu

- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w sierpniu o 0,7% m/m wobec spadku o 1,1% w lipcu ze względu na niższą sprzedaż samochodów. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w sierpniu do 0,4% m/m wobec 0,9% w lipcu, pozostając pod silnym wpływem barier podażowych. Naszym zdaniem inflacja CPI nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 0,5% m/m, do czego przyczyniła się m.in. stabilizacja inflacji bazowej (0,3% m/m w lipcu i sierpniu). Oczekujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na utrzymujące się słabe nastroje konsumenckie (73,3 pkt. we wrześniu wobec 70,3 pkt. w sierpniu), co wynika z rosnącej inflacji oraz silnego wzrostu liczby zakażeń związanego z IV falą pandemii (por. COVID Dashboard). Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie lekko negatywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji, podczas gdy wpływ pozostałych danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- W środę poznamy istotne dane z Chin.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 5,7% r/r w sierpniu wobec 6,5% w lipcu (efekt zaktóceń związanych z obostrzeniami), dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 6,0% r/r wobec 8,5% (efekt obostrzeń), a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich spadła do 8,7% r/r wobec 10,3% (efekt niższej dynamiki inwestycji mieszkaniowych). Wrześniowe miesięczne dane wskażą tym samym na wyhamowanie tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach z uwagi na spowolnienie popytu krajowego oraz stopniowe wycofywanie wsparcia ze strony polityki fiskalnej. Oczekujemy, że publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.
- Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lipcu.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do 93 mln EUR wobec 281 mln EUR w czerwcu, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 23,9% r/r w czerwcu do 16,4% w lipcu, a dynamika importu obniżyła się z 36,3% r/r do 18,2%. Spadek dynamiki eksportu i importu będzie efektem oddziaływania negatywnych efektów kalendarzowych i wygasania efektów niskiej bazy sprzed roku. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W środę opublikowane zostaną finalne dane o sierpniowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że tempo wzrostu cen ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (5,4% r/r wobec 5,0% w lipcu). W kierunku wzrostu wskaźnika w sierpniu oddziaływało zwiększenie dynamiki cen żywności i nośników energii oraz wyższa inflacja bazowa. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- W piątek poznamy sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia obniżyła się z 1,8% r/r w lipcu do 1,1% w sierpniu ze względu na wygasające efekty niskiej bazy sprzed roku. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymywała się naszym zdaniem w sierpniu na wysokim poziomie (8,9% r/r wobec 8,7% w lipcu) z uwagi na korzystne efekty kalendarzowe. 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.



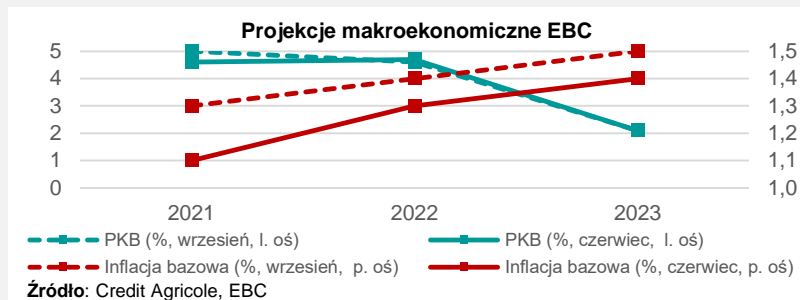
## W zeszłym tygodniu

**Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%).** Zgodnie z komunikatem, RPP oczekuje ożywienia aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach, a głównym źródłem niepewności co do jego skali i tempa pozostaje dalszy przebieg pandemii w Polsce i za granicą. W tym kontekście Rada odnotowała, że wraz z rozprzestrzenianiem się wariantu delta koronawirusa sytuacja pandemiczna na świecie pogorszyła się. Podobnie jak w lipcu br., w komunikacie podkreślono pozytywny wpływ działań ze strony polityki gospodarczej, w tym luzowania polityki pieniężnej, na aktywność gospodarczą, która zdaniem Rady będzie wspierana również przez ożywienie w gospodarce światowej. W komunikacie podtrzymane zostały sformułowania dotyczące znaczenia kursu złotego dla perspektyw sytuacji gospodarczej oraz gotowości NBP do interwencji walutowych. Ponadto, 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 (wartość dotychczas skupionych obligacji wyniosła 141,3 mld zł). Oceniając krótkookresowe perspektywy inflacji Rada wskazała, podobnie jak w lipcu, na liczne czynniki podażowe i jej przejściowy charakter. W komunikacie podtrzymane zostały również fragmenty sygnalizujące niskie prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w najbliższych miesiącach (por. MAKROPuls z 08.09.2021). W konsekwencji stanowi on wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP nie zmieni stóp procentowych do końca 2022 r., a pierwsza podwyżka stopy referencyjnej z 0,10% do 0,25% nastąpi w styczniu 2023 r. Wyraźnie gołębie wypowiedzi prezesa NBP na czwartkowej konferencji, w których uzależnił on podwyżki stóp od m. in. kształtowania się inflacji trwale powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%) są zgodne z naszym scenariuszem.

**W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,50%). EBC zapowiedział zmniejszenie miesięcznej skali prowadzonego przez siebie programu skupu aktywów PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). Na podstawie stosowanej wcześniej retoryki EBC zakładamy, że nowa skala skupu wyniesie 70 mld EUR miesięcznie, podczas gdy wcześniej było to 80 mld EUR. Zrealizował się tym samym nasz scenariusz przedstawiony w ubiegłotygodniowej MAKROMapie (por. MAKROMapa z 06.09.2021). Prezes EBC Ch. Lagarde podczas konferencji po posiedzeniu podkreśliła, że zmniejszenie miesięcznej skali skupu aktywów nie stanowi zacieśniania polityki pieniężnej. W jej ocenie jest ono 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.). EBC opublikował również swoją wrześniową projekcję makroekonomiczną.

Zgodnie z projekcją dynamika PKB w strefie euro wyniesie 5,0% r/r w 2021 r. (4,6% w


czerwcowej projekcji), 4,6% w 2022 r. (4,7%), 2,1% w 2023 r. (2,1%). Z kolei inflacja HICP ukształtuje się na poziomie 2,2% r/r w 2021 r. (1,9%), 1,7% w 2022 r. (1,5%) oraz 1,5% w 2023 r. (1,4%), przy czym inflacja bazowa wyniesie 1,3% r/r w 2021 r. (1,1%), 1,4% w 2022 r. (1,3%) oraz 1,5% w 2023 r. (1,4%). W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBC zwiększy całkowitą skalę programu PEPP o 150 mld EUR do 2000 mld EUR i przedłuży go do końca 2022 r. Umożliwi



to łagodne wygaszenie programu w 2022 r. Uważamy, że będzie temu towarzyszyć jednocześnie zwiększenie skali podstawowego programu skupu aktywów APP (Asset Purchase Programme) prowadzonego przez EBC z 20 mld EUR do 30 mld EUR miesięcznie. Oczekujemy również uruchomienia przez EBC kolejnej rundy programu TLTRO (targeted longer-term refinancing operations), niemniej na mniej korzystnych warunkach niż prowadzony obecnie program TLTRO III. W naszej ocenie decyzje dotyczące kalibracji polityki pieniężnej EBC podejmie dopiero po zapoznaniu się z wynikami projekcji uwzględniającymi 2024 r. (tj. najwcześniej w grudniu br.).

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowany został finalny szacunek PKB w strefie euro.** Kwartałna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększyła się w II kw. do 2,2% wobec -0,3% w I kw. (14,3% r/r wobec -1,3%), kształtując się powyżej drugiego szacunku (odpowiednio 2,0% kw/kw i 13,6% r/r). Wyraźny wzrost PKB w ujęciu kwartalnym wynikał w znacznym stopniu z efektu odmrażania gospodarek krajów strefy euro w II kw. wraz z wygasaniem III fali pandemii, podczas gdy roczna dynamika wzrostu odzwierciedla również silne efekty niskiej bazy sprzed roku związane w wybuchem pandemii. W kierunku zwiększenia kwartalnej dynamiki PKB w strefie euro pomiędzy I a II kw. oddziaływały wyższe wkłady konsumpcji prywatnej (1,9 pp. w II kw. wobec -1,1 pp. w I kw.), wydatków rządowych (0,3 pp. wobec -0,1 pp.), inwestycji (0,3 pp. wobec -0,1 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład zapasów (-0,2 pp. wobec 0,8 pp.). Wkład eksportu netto nie zmienił się w II kw. w porównaniu do I kw. i wyniósł 0,1 pp. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w strefie euro w II kw., była konsumpcja prywatna, co w znacznym stopniu było efektem realizacji odłożonego popytu. Prognozujemy, że PKB w strefie euro zwiększy się w 2021 r. o 4,8% r/r wobec spadku o 6,3% w 2020 r.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Zamówienia w przetwórstwie zwiększyły się w lipcu o 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 ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. produkcji przemysłowej, która zwiększyła się o 5,7% m/m w lipcu wobec wzrostu o 5,4% w czerwcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (5,1%). Wyższe tempo wzrostu produkcji przemysłowej wynikało z wyższej dynamiki produkcji w przetwórstwie i budownictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika produkcji w energetyce. Uwzględniając przeznaczenie wytwarzanych dóbr wzrost dynamiki produkcji wynikał z wyższej dynamiki produkcji dóbr kapitałowych oraz pośrednich. Co więcej, produkcja dóbr kapitałowych zwiększyła się w lipcu po raz pierwszy od grudnia 2020 r. Może to sugerować, że firmy w warunkach ograniczeń podażowych zwiększają swoje moce wytwórcze. Mimo kolejnego miesiąca wzrostu produkcja przemysłowa w Niemczech ukształtowała się w lipcu na poziomie o ok. 5,5% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. nadwyżki w niemieckim bilansie handlowym, która zwiększyła się w lipcu do 17,9 mld EUR wobec 13,6 mld EUR w czerwcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (13 mld EUR). Przyczynił się do tego silniejszy spadek dynamiki importu (-3,8% m/m w lipcu wobec 0,6% w czerwcu) od dynamiki eksportu (0,5% wobec 1,3%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, który zmniejszył się we wrześniu do 26,5 pkt. wobec 40,4 pkt. kształtując się poniżej oczekiwań rynku (31,0 pkt.). Tym samym indeks ukształtował się na najniższym poziomie od marca 2020 r. Zgodnie z komunikatem silne obniżenie indeksu odzwierciedla obawy respondentów o wpływ barier podażowych (niedobór półprzewodników oraz materiałów budowlanych) na zyski w sektorze motoryzacyjnym oraz budownictwie. Prognozujemy, że PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 4,0% wobec spadku o 4,6% w 2020 r.

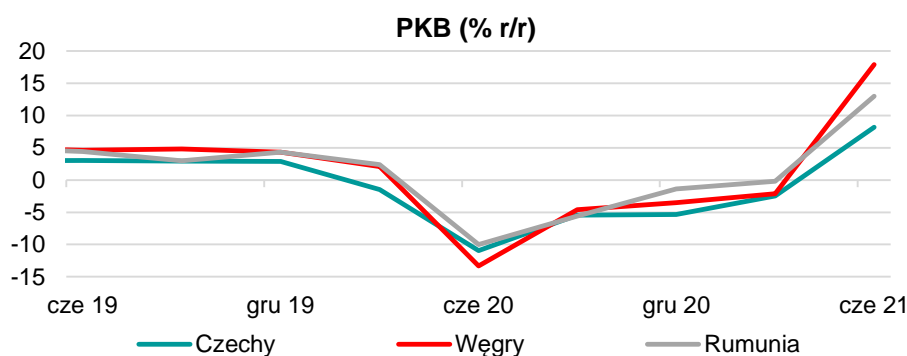
 **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w sierpniu do 58,3 mld USD wobec 56,6 mld USD w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48 mld USD).** Wzrost odnotowała zarówno dynamika importu (33,1% r/r w sierpniu wobec 28,1% w lipcu), jak i eksportu (25,6% wobec 19,3%), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 27,0% i 17,0%). Dane odzwierciedlają obserwowane w ostatnich kwartałach silne ożywienie w światowym handlu. Jednocześnie nie zmieniają one 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. Czynnikiem ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego w Chinach pozostaje jednak obserwowany w ostatnim czasie wzrost liczby zakażeń koronawirusem w tym kraju.

## Prognozy makroekonomiczne dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Czechy	-5,6	3,3	4,6	3,2	2,8	2,3
Węgry	-5,1	5,0	5,3	3,3	4,4	3,5
Rumunia	-3,9	5,9	4,7	2,6	4,5	3,5

Źródło: Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2021-2022 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).



Średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach EŚW-3 kształtują się podobnie jak w Polsce (por. MAKROmapa z 6.09.2021). W II kw. obserwowaliśmy znaczący wzrost rocznych dynamik PKB ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy sprzed roku, jak również wynikający z odmrażania gospodarek i realizacji odłożonego popytu przez gospodarstwa

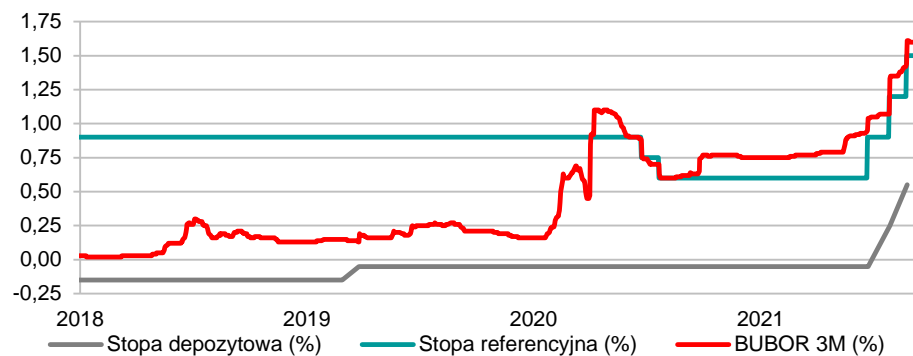
domowe. Ożywienie w światowym handlu również stanowiło czynnik wsparcia dla wzrostu aktywności gospodarczej w regionie. W II połowie br., wraz z wygasaniem efektów niskiej bazy i normalizacją aktywności gospodarczej, tempo wzrostu PKB obniży się, jednak wciąż pozostanie na relatywnie wysokich poziomach. Nasze prognozy dotyczące IV kw. br. wciąż charakteryzują się podwyższoną niepewnością związaną z przebiegiem kolejnej fali pandemii oraz intensywnością obostrzeń wprowadzonych przez poszczególne rządy, które będą miały negatywny wpływ na tempo wzrostu konsumpcji i PKB. W tym zakresie, szczególnie niekorzystnie wyglądają perspektywy dla Rumunii, gdzie odsetek populacji zaszczepiony co najmniej jedną dawką (27,6%) jest wyraźnie niższy niż w pozostałych krajach regionu (50-60%). Podsumowując, prognozujemy, że w średniorocznie dynamika PKB wyniesie w 2021 r.: 3,3% w Czechach, 5,9% w Rumunii i 5,0% na Węgrzech.

W 2022 r. ważnym czynnikiem wsparcia dla wzrostu PKB w krajach regionu będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy. Obserwowane obecnie opóźnienia w przyjęciu węgierskiego Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską stanowią istotny czynnik ryzyka w dół dla ścieżki wzrostu gospodarczego w tym kraju. Podtrzymujemy naszą ocenę, że ożywienie w światowym handlu będzie kontynuowane w najbliższych kwartałach i będzie ono prowadziło do utrzymania się

wysokiego popytu na eksport krajów CE-3. Wraz z oczekiwanym przez nas stopniowym ustępowaniem problemu wąskich gardel w globalnym przetwórstwie ożywienie eksportu utrzyma się. Prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego w 2022 r. wyniesie 4,6% r/r w Czechach, 5,3% w Rumunii i 4,7% na Węgrzech.

Perspektywy inflacyjne wyglądają podobnie we wszystkich krajach regionu. Obecnie inflacja w każdym z nich kształtuje się powyżej górnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego banku centralnego. Szybki wzrost cen wspierany jest przez efekty niskiej bazy sprzed roku, ograniczenia podażowe, odmrażanie gospodarek sprzyjające podwyżkom rekompensującym utracone obroty w trakcie lockdownu oraz realizację odłożonego popytu przez gospodarstwa domowe. W przypadku każdego kraju oczekujemy, że wraz z wygasaniem wspomnianych wyżej efektów inflacja ustabilizuje się w 2022 r. i wyniesie średniorocznie 2,3% w Czechach oraz 3,5% w przypadku Rumunii i Węgier.

Pomimo podobnych perspektyw makroekonomicznych nastawienie poszczególnych banków centralnych w regionie CE-3 wyraźnie się różni. Narodowy Bank Rumunii (NBR) prowadzi politykę *wait-and-see*. Pomimo oczekiwanego znaczącego wzrostu inflacji w najbliższych miesiącach w okolice 6% r/r bank centralny nie przewiduje zacieśnienia polityki pieniężnej, wiążąc silny wzrost cen z czynnikami podażowymi pozostającymi poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Ze względu na niepewność związaną z przebiegiem kolejnej fali pandemii na aktywność gospodarczą w najbliższych kwartałach, NBR jest niechętny do zacieśniania polityki pieniężnej. Stopy procentowe w Rumunii kształtują się obecnie na drugim najwyższym poziomie w regionie (1,25%, po Węgrzech), a tym samym przestrzeń do podwyżek w tym kraju jest ograniczona. Oczekujemy, że poziom stóp procentowych w Rumunii pozostanie niezmienny w horyzoncie naszej prognozy (co najmniej do końca 2022 r.). Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie relatywnie stabilny w przedziale 4,86-4,91 do końca 2022 r.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

W obliczu wysokiej inflacji retoryka Narodowego Banku Węgier (MNB) uległa wyraźnemu zaostrzeniu w ostatnich miesiącach. MNB zwracał uwagę nie tylko na bieżący poziom inflacji, lecz również na ryzyko nadmiernego wzrostu cen w kolejnych kwartałach. Przedstawiciele MNB zaznaczali, że obserwowane obecnie ograniczenia podażowe w warunkach powrotu

gospodarki do normalności po zniesieniu obostrzeń mogą zagrozić osiągnięciu celu inflacyjnego w średnim okresie. W rezultacie w ostatnich miesiącach realizowali oni stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej (podwyżki stóp procentowych oraz wygaszanie niekonwencjonalnych narzędzi). W ocenie MNB, kluczowa w ocenie perspektyw inflacyjnych będzie wrześniowa projekcja makroekonomiczna. Biorąc pod uwagę dane napływające w ostatnich tygodniach, można oczekiwać, że ścieżki inflacji i wzrostu gospodarczego zostaną w niej wyraźnie zrewidowane w górę w porównaniu do prognozy czerwcowej. Ponadto, w przypadku MNB, ważnym czynnikiem determinującym zmiany w polityce pieniężnej jest kształtowanie się kursu EURHUF z uwagi na jego wpływ na inflację. Od rozpoczęcia cyklu zacieśniania podwyżek forint umocnił się względem euro tylko o ok. 3%. Oczekujemy, że we wrześniu MNB podniesie stopy procentowe o 30pb (utrzymując dotychczasowe tempo zacieśniania polityki pieniężnej), a w IV kw. br. podniesie stopy procentowe jeszcze trzykrotnie po 15pb do 2,25% na koniec br. Wraz z zacieśnianiem polityki pieniężnej oczekujemy stopniowego umocnienia forinta z zasięgiem 340 za euro na koniec br. i 320 na koniec 2022 r.

W ostatnich miesiącach Narodowy Bank Czech (CNB) realizował zaostrenie polityki pieniężnej zapowiedziane na początku roku, dwukrotnie podwyższając stopy procentowe do 0,75%. Zgodnie z sierpniową projekcją CNB przeciętny poziom dwutygodniowej stopy repo w IV kw. br. wyniesie 1,43%, co sygnalizuje jeszcze trzy podwyżki stóp po 25 pb do końca br. Oczekujemy, że z uwagi na niepewność związaną z przebiegiem kolejnej fali pandemii i prawdopodobnym wprowadzeniem obostrzeń w Czechach CNB podniesie stopy procentowe przed końcem roku tylko dwukrotnie (do poziomu 1,25%). Uważamy, że wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym cykl podwyżek stóp procentowych w Czechach będzie kontynuowany w 2022 r. (por. tabela poniżej). Oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej będzie sprzyjało umocnieniu korony względem euro. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 25,0 na koniec br. i 24,6 na koniec 2022 r.

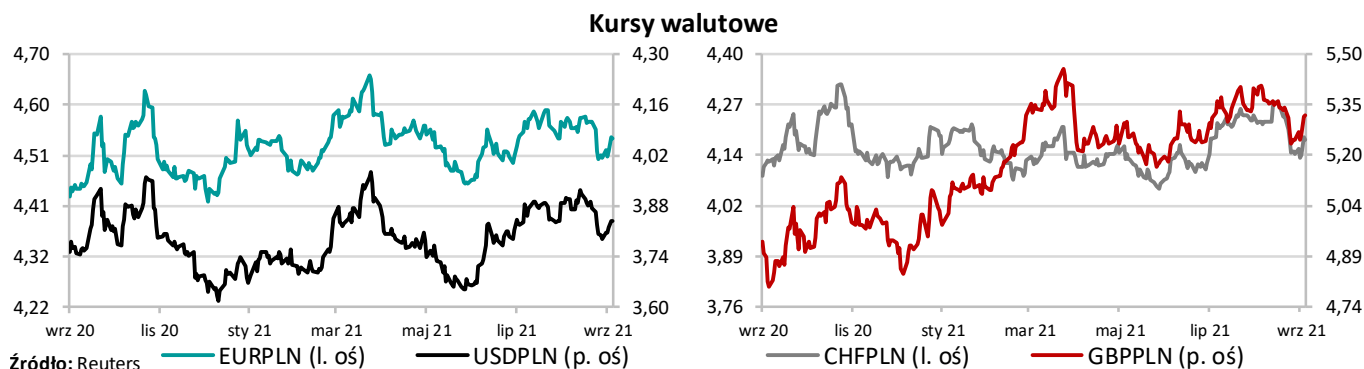
	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22
<b>Czechy</b>	0,25	0,50	<b>1,00</b>	<b>1,25</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,75</b>	<b>1,75</b>
<b>Węgry</b>	0,60	0,90	<b>1,80</b>	<b>2,25</b>	<b>2,25</b>	<b>2,25</b>	<b>2,25</b>	<b>2,25</b>
<b>Rumunia</b>	1,25	1,25	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>

	Kursy walutowe							
	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22
<b>EURCZK</b>	26,1	25,5	<b>25,2</b>	<b>25,0</b>	<b>24,9</b>	<b>24,8</b>	<b>24,7</b>	<b>24,6</b>
<b>EURHUF</b>	362	351	<b>344</b>	<b>340</b>	<b>335</b>	<b>330</b>	<b>325</b>	<b>320</b>
<b>EURRON</b>	4,92	4,93	<b>4,91</b>	<b>4,90</b>	<b>4,89</b>	<b>4,88</b>	<b>4,87</b>	<b>4,86</b>

Źródło: Credit Agricole

## Dane o inflacji w USA mogą osłabić złotego

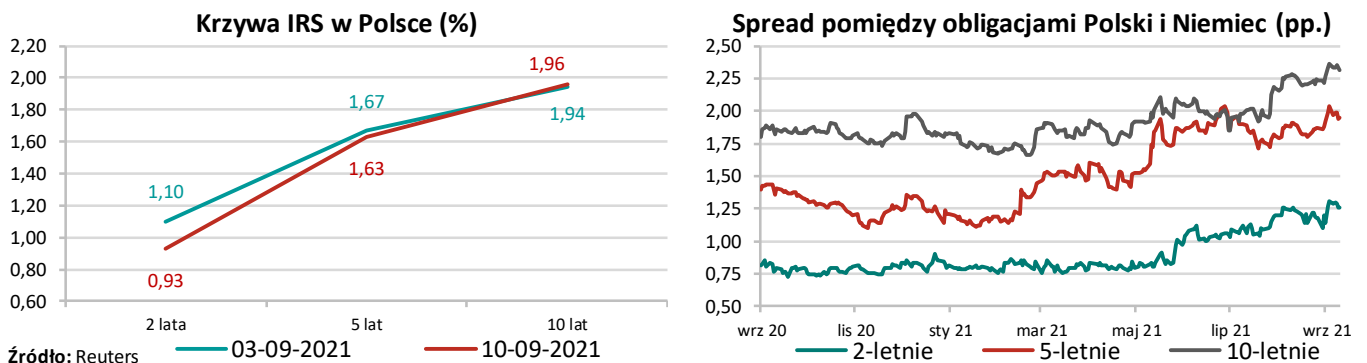


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5403 (osłabienie złotego o 0,8%).** W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu EURPLN w oczekiwaniu na posiedzenie RPP oraz czwartkową konferencję prezesa NBP A. Głapińskiego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami konferencja miała gołębi wydźwięk, co sprzyjało lekkiemu osłabieniu złotego pod koniec tygodnia.

Na początku ubiegłego tygodnia doszło do lekkiego umocnienia dolara względem euro, co było korektą po wzroście kursu EURUSD dwa tygodnie temu. Posiedzenie EBC nie przyniosło nieoczekiwanych zmian w polityce pieniężnej, co sprzyjało stabilizacji kursu EURUSD w drugiej części tygodnia.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane o inflacji w USA, które mogą przyczynić się do jego lekkiego osłabienia. Pozostałe dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Uważamy, że neutralne dla złotego będą również publikacje z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, finalna inflacja, bilans płatniczy) oraz z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich).

## Dane o inflacji w USA w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,93 (spadek o 17pb), 5-letnie do 1,63 (spadek o 4pb), a 10-letnie zwiększyły się do 1,96 (wzrost o 2pb). W zeszłym tygodniu doszło do wyraźnego spadku stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Sprzyjała temu utrzymująca się w warunkach silnego wzrostu inflacji w Polsce gołębia retoryka RPP oraz prezesa NBP A. Glapińskiego, co osłabiło oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych w Polsce. W ubiegłym tygodniu BGK sprzedał obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o 4-, 7-, 10- i 20-letnich terminach zapadalności za 2,1 mld PLN przy popycie równym 2,3 mld PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane o inflacji w USA. Nasza prognoza jest wyższa od konsensusu rynkowego, stąd jej realizacja może sprzyjać wzrostowi stawek IRS na długim końcu krzywej dochodowości. Pozostałe dane z USA będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Uważamy, że bez istotnego wpływu na stawki IRS będą również zaplanowane na ten tydzień liczne publikacje danych z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, finalna inflacja w sierpniu, bilans płatniczy).

## 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	<b>4,60</b>
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	<b>3,87</b>
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	<b>4,22</b>
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	<b>5,4</b>	
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	<b>3,9</b>	
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	<b>15,9</b>	
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	<b>9,4</b>	
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	<b>10,0</b>	
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	<b>8,9</b>	
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	<b>1,1</b>	
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	<b>5,8</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	1273	1330	1917	1504	889	2006	834	116	1631	129	281	<b>93</b>		
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	<b>16,4</b>		
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	<b>18,2</b>		

\* 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)	<b>-0,9</b>	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**
<b>Poniedziałek 13.09.2021 r.</b>						
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Lipiec	281	93	-150
<b>Wtorek 14.09.2021 r.</b>						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Sierpień	0,5	0,5	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Sierpień	0,3	0,3	0,3
<b>Środa 15.09.2021 r.</b>						
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	6,4	5,7	5,8
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	8,5	6,0	7,1
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	10,3	8,7	9,1
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	5,4	5,4	5,4
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	II kw.	2,2		
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-0,3		0,6
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	18,3		18,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,9	0,4	0,5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	76,1		76,4
<b>Czwartek 16.09.2021 r.</b>						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Sierpień	3,7	3,9	3,9
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	19,4		19,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	-1,1	-0,7	-1,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Lipiec	0,8		0,5
<b>Piątek 17.09.2021 r.</b>						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	1,8	1,1	1,1
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	8,7	8,9	8,8
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Lipiec	21,8		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	3,0	3,0	3,0
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	70,3	73,3	72,0

\* 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