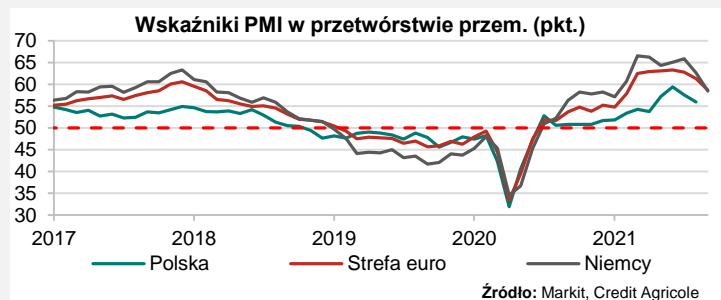


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem obniżyła się we wrześniu do 5,2% r/r wobec 5,5% w sierpniu.** Uważamy, że do zmniejszenia inflacji we wrześniu przyczyniła się niższa inflacja bazowa oraz spadek dynamiki cen paliw, podczas gdy przeciwny wpływ miał dalszy wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (5,4%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W piątek opublikowane zostaną wrześniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI zmniejszył się do 55,0 pkt. z 56,0 pkt. w sierpniu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi pogorszenie koniunktury odnotowane w przetwórstwie w strefie euro, w tym Niemczech (patrz poniżej). Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu (54,9 pkt.), stąd jej materializacja nie powinna mieć wpływu kurs złotego i ceny polskich obligacji.
- W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się we wrześniu do 3,5% r/r wobec 3,0% w sierpniu, co wynikało z wyższej inflacji bazowej, a także wzrostu dynamiki cen żywności i nośników energii. W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 4,2% r/r we wrześniu wobec 3,4% w sierpniu. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (3,3%) tym samym jej realizacja może sprzyjać osłabieniu złotego i wzrostowi rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Dzisiaj opublikowane zostaną wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które zgodnie z naszą prognozą zwiększyły się w sierpniu o 1,0% m/m wobec spadku o 0,1% w lipcu z uwagi na wyższe zamówienia w firmie Boeing. W czwartek poznamy III szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Uważamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA zostanie zrewidowane w górę do 6,7% wobec 6,6% w II szacunku. Na rewizję w górę złożą się wyższy wkład konsumpcji oraz niższe wkłady eksportu netto i zapasów. W piątek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE, która w naszej ocenie nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 4,3%, do czego przyczyniła się stabilizacja inflacji bazowej PCE na poziomie 3,6% r/r. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Uważamy, że zarówno indeks zaufania konsumentów Conference Board (115,0 pkt. we wrześniu z 113,8 pkt. w sierpniu), jak również finalny indeks Uniwersytetu Michigan (71,5 pkt. wobec 71,0 pkt.) wskażą na nieznaczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych, choć pozostaną one nadal pod wpływem wysokiej inflacji i obaw o kolejną falę pandemii. W piątek opublikowany zostanie natomiast indeks ISM dla przetwórstwa, który w naszej ocenie zmniejszył się we wrześniu do 59,2 pkt. wobec 59,9 pkt. w sierpniu, co będzie odzwierciedlać umiarkowanie negatywny wpływ IV fali pandemii na amerykańskie przetwórstwo (por. COVID Dashboard). Uważamy, że sumaryczny wpływ publikacji danych z amerykańskiej gospodarki będzie neutralny dla kursu złotego oraz rentowności polskich obligacji.
- W czwartek poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że indeks CFLP PMI zmniejszył się we wrześniu do 49,8 pkt. wobec 50,1 pkt. w sierpniu. Z kolei rynek oczekuje, że wskaźnik indeks Caixin PMI zwiększył się we wrześniu do 49,6 pkt. wobec 49,2 pkt. w sierpniu. Dane wskażą zatem na dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej

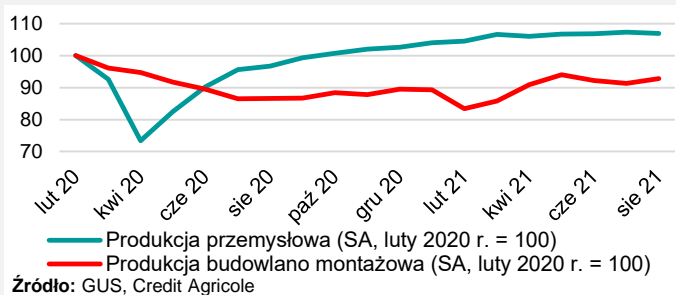


wynikające m.in. z obostrzeń związanych ze wzrostem liczby zakażeń koronawirusem w Chinach. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Standard & Poor's. W październiku 2020 r. agencja utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Od tego czasu agencja nie opublikowała nowego raportu w sprawie ratingu Polski. W październiku, uzasadniając ocenę wiarygodności kredytowej Polski, S&P wskazała na zrównoważony wzrost gospodarczy, wysoki kapitał ludzki, członkostwo Polski w UE, umiarkowane poziomy zadłużenia prywatnego i publicznego, dobre statystyki dotyczące zadłużenia zagranicznego, odpowiedzialną politykę pieniężną, stabilny system bankowy i rozwinięty rynek kapitałowy. Podczas ostatniej oceny agencja nie dostrzegała zagrożeń związanych z obsługą zadłużenia publicznego w średnim okresie, zwracając uwagę na jego niski poziom w porównaniu do innych krajów oraz korzystną strukturę (m.in. mały udział inwestorów zagranicznych). Wśród czynników, których materializacja mogłaby przyczynić się do obniżki ratingu S&P wymienił wyraźne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w średnim okresie w następstwie pandemii, przyczyniające się do znaczącego pogorszenia sytuacji w finansach publicznych. Innym czynnikiem ryzyka wskazanym przez S&P jest zmniejszony napływ środków unijnych do Polski, np. ze względu na napięcia na linii Polska-UE. Żaden z powyższych czynników nie zmaterializował się od ostatniej oceny ratingu, a tym samym oczekujemy, że S&P utrzyma w tym tygodniu niezmienny rating Polski i jego perspektywę. W komunikacie mogą znaleźć się jednak fragmenty akcentujące kwestię sporu na linii Polska-UE w obszarze praworządności. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na tę decyzję nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.

W zeszłym tygodniu

Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w sierpniu o 13,2% r/r wobec wzrostu o 9,8% w lipcu. Główną przyczyną silnego zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy lipcem a sierpniem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z



wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w sierpniu o 0,3% m/m, co jest jej pierwszym spadkiem od kwietnia br. Szacujemy, że poziom produkcji przemysłowej w sierpniu był o 7,3% wyższy niż przed wybuchem pandemii (tj. luty ub. r.). W ujęciu sektorowym na szczególną uwagę zasługuje spadek dynamiki produkcji w kategoriach o znaczącym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach, co wskazuje, że pozostają one pod silnym wpływem ograniczeń podażowych (por. MAKROpuls z 20.09.2021). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. produkcji budowlano-montażowej, która zwiększyła się w sierpniu o 10,2% r/r wobec wzrostu o 3,3% w lipcu. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu jej dynamiki pomiędzy lipcem a sierpniem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w sierpniu o 1,6% m/m i pozostaje ona nadal wyraźnie niższa niż w lutym 2020 r. (o 7,5%). Jednocześnie był to pierwszy wzrost odsezonowanej produkcji budowlano-montażowej po dwóch miesiącach z rzędu jej spadków. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się silny wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej w kategorii „roboty budowlane specjalistyczne”,

obejmującej m.in. przygotowanie terenu pod budowę. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego ożywienie w budownictwie w kolejnych kwartałach (por. MAKROpuls z 21.09.2021). Ubiegłotygodniowe dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Polsce zwiększy się w III kw. br. o 5,4% r/r wobec wzrostu o 11,1% w II kw.

➤ **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w sierpniu o 10,7% r/r wobec wzrostu o 8,9% w lipcu.** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się w sierpniu o 5,4% r/r wobec wzrostu o 3,9% w lipcu. Oznacza to, że deflator sprzedaży detalicznej wyniósł w sierpniu 5,0% r/r wobec 4,8% w lipcu, zrównując się ze swoją rekordową wartością z lutego 2007 r. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w sierpniu o 0,4% m/m, a w rezultacie jej poziom był o 2,6% wyższy niż w lutym 2020 r., a więc w ostatnim miesiącu, w którym pandemia nie wywierała jeszcze istotnego wpływu na sprzedaż. W danych na szczególną uwagę zasługuje przesuwanie się tzw. odłożonego popytu z relatywnie drogiej dóbr trwałego użytku o niskiej częstotliwości zakupów (m.in. samochody, meble, elektronika) w kierunku relatywnie tanich dóbr trwałych o wyższej częstotliwości zakupu (m.in. odzież i obuwie). Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą kolejne miesiące przyniosą dalsze wygasanie efektu odłożonego popytu na sprzedaż detaliczną (por. MAKROpuls z 21.09.2021). Jednocześnie ubiegłotygodniowe dane o sprzedaży detalicznej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji zmniejszy się w III kw. do 4,4% r/r wobec 13,3% w II kw.

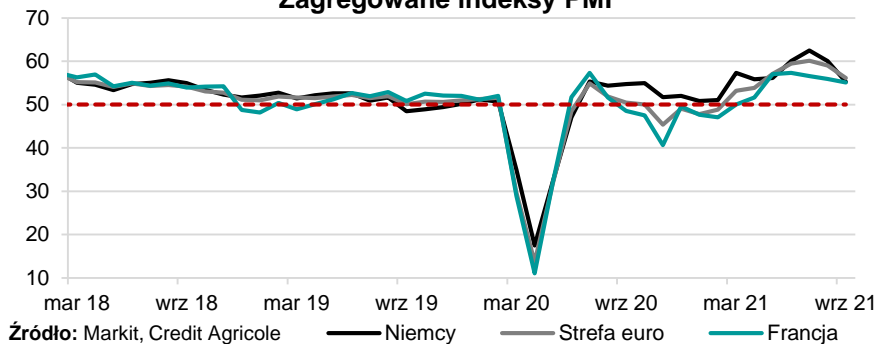
➤ **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku.** Bez zmian pozostała również skala prowadzonego przez Rezerwę Federalną programu skupu aktywów wynosząca przynajmniej 120 mld USD miesięcznie, z czego co najmniej 80 mld USD stanowią obligacje skarbowe, a co najmniej 40 mld USD papiery MBS (mortgage-backed securities). W komunikacie podtrzymana została zapowiedź, zgodnie z którą skup aktywów będzie kontynuowany tak długo, aż nastąpi znaczący, dalszy postęp na drodze do osiągnięcia maksymalnego poziomu zatrudnienia i celu inflacyjnego. Znalazł się w nim jednak zapis sugerujący, że wspomniany wyżej postęp może zostać wkrótce osiągnięty. Członkowie FOMC podtrzymali również ocenę, że obserwowany obecnie silny wzrost inflacji wynika głównie z czynników przejściowych. Po posiedzeniu przedstawiona została najnowsza projekcja makroekonomiczna FOMC. Zgodnie z wrześniową projekcją dynamika PKB wyniesie 5,9% w 2021 r. (7,0% w czerwcowej projekcji), 3,8% w 2022 r. (3,3%), 2,5% w 2023 r. (2,4%), 2,0% w 2024 r. oraz 1,8% w długim okresie (1,8%). Zgodnie z wrześniową projekcją stopa bezrobocia wyniesie 4,8% w 2021 r. (4,5% w czerwcowej projekcji), 3,8% w 2022 r. (3,8%), 3,5% w 2023 r. (3,5%) oraz 3,5% w 2024 r. Jednocześnie Fed utrzymał szacowaną przez siebie stopę bezrobocia naturalnego na poziomie 4,0%. W górę zrewidowane zostały natomiast ścieżki inflacji: 4,2% w 2021 r. (3,4%), 2,2% w 2022 r. (2,1%), 2,2% w 2023 r. (2,2%), 2,1% w 2024 r. oraz inflacji bazowej: 3,7% w 2021 r. (3,0%), 2,3% w 2021 r. (2,1%), 2,2% w 2022 r. (2,1%), 2,1% w 2023 r. We wrześniowej projekcji na szczególną uwagę zasługuje wzrost mediany dla oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. Wskazuje ona, że w 2022 r. oczekują oni pierwszej podwyżki stóp procentowych o 25pb (w czerwcu mediana wskazywała na stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie), w 2023 r. podwyżkę o łącznej skali 75pb (50pb w czerwcowej projekcji), a w 2024 r. podwyżkę o łącznej skali 75pb. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell dał do zrozumienia, że jeśli ożywienie gospodarcze w USA będzie przebiegało zgodnie z oczekiwaniami członków FOMC to w listopadzie może zostać ogłoszone wygaszanie programu skupu aktywów, a cały proces potrwa najprawdopodobniej do połowy przyszłego roku. Jednocześnie J. Powell podkreślił, że publikacja „świetnych danych z rynku pracy” za wrzesień nie jest w jego ocenie warunkiem koniecznym, aby Rezerwa Federalna zdecydowała się w listopadzie ogłosić wygaszanie programu skupu aktywów. Treść komunikatu po posiedzeniu, wypowiedzi J. Powella, a także wyniki wrześniowej projekcji stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego, że Fed w listopadzie rozpocznie wygaszanie

prowadzonego przez siebie skupu aktywów. Jednocześnie stanowią one ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rezerwa Federalna rozpocznie cykl podwyżek stóp procentowych dopiero w 2023 r.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 351 tys. wobec 335 tys. dwa tygodnie temu (rewizja w górę z 332 tys.), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku. Z kolei liczba kontynuowanych wniosków wzrosła do 2,8 mln wobec 2,7 mln. Dane wskazują tym samym, że amerykański rynek pracy nadal znajduje się daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. liczby rozpoczętych budów (1615 tys. w sierpniu wobec 1554 tys. w lipcu), pozwoleń na budowę (1728 tys. wobec 1630 tys.), sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,9 mln wobec 6,0 mln) oraz sprzedaży nowych domów (740 tys. wobec 729 tys.), które potwierdziły utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększy się do 7,0% w III kw. wobec 6,7% w II kw., a od IV kw. będzie się ono kształtowało w trendzie spadkowym. W konsekwencji w całym 2021 r. amerykański PKB zwiększy się o 6,1% wobec spadku o 3,5% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 4,0%.
- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zmniejszył się we wrześniu do 98,8 pkt. wobec 99,6 pkt. w sierpniu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (99,0 pkt.).** Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w przetwórstwie i handlu, podczas gdy sytuacja w budownictwie i usługach poprawiła się. Prognozujemy, że PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 4,0% wobec spadku o 4,6% w 2020 r.
- **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 zapewnienia stabilności cen oraz wsparcia ożywienia gospodarczego. Jednocześnie SNB w swoim komunikacie zwrócił uwagę, że kurs franka szwajcarskiego pozostaje wysoki. W konsekwencji, jeśli zajdzie taka potrzeba, SNB jest skłonny interweniować na rynku walutowym. SNB opublikował także swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne. SNB oczekuje, że w 2021 r. szwajcarski PKB zwiększy się o ok. 3% wobec ok. 3,5% r/r w czerwcowej projekcji. Zgodnie z komunikatem rewizja prognozy PKB w dół wynika ze słabszego od wcześniejszych oczekiwań ożywienia aktywności handlu i branży hotelarskiej. Ze względu na wzrost cen ropy naftowej oraz wyższe ceny niektórych dóbr spowodowane narastającymi barierami podażowymi podniesiona została również ścieżka inflacji. Zgodnie z wrześniową projekcją inflacja wyniesie 0,5% w 2021 r. (0,4% w czerwcowej projekcji), 0,7% w 2022 r. (0,6%) oraz 0,6% w 2023 r. (0,6%). Prognozujemy, że kurs CHFPLN na koniec 2021 r. wyniesie 4,14, a na koniec 2022 r. obniży się do 3,77.
- **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 56,1 pkt. wobec 59,0 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (58,8 pkt.).** Mimo wyraźnego obniżenia zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro we wrześniu, jego średnia wartość zwiększyła się w III kw. do 58,4 pkt. wobec 56,8 pkt. w II kw. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się w III kw. do 3,1% wobec 2,2% w II kw. (patrz poniżej).

Narastające bariery podażowe psują nastroje w strefie euro

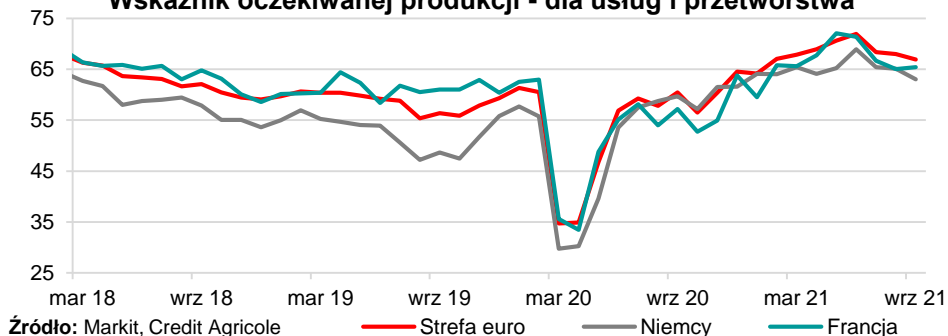
Zagregowane indeksy PMI



Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 56,1 pkt. wobec 59,0 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (58,8 pkt.). Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało z obniżenia jego składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach jak również bieżącej produkcji w

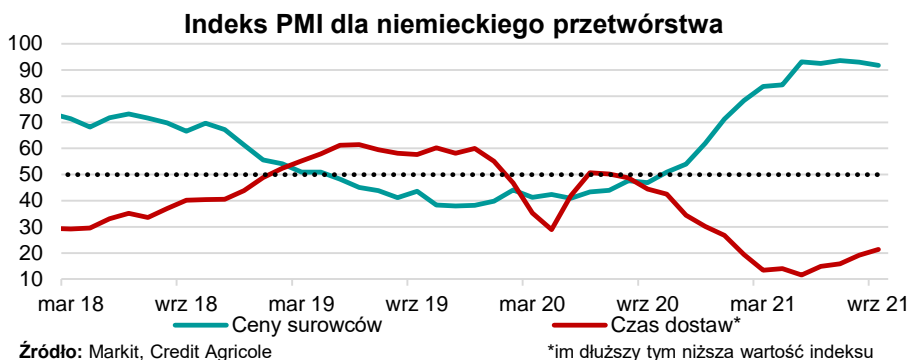
przetwórstwie. Spadek indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w przypadku Niemiec, Francji oraz pozostałych gospodarek strefy euro objętych badaniem. Mimo wyraźnego obniżenia zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro we wrześniu, jego średnia wartość zwiększyła się w III kw. do 58,4 pkt. wobec 56,8 pkt. w II kw. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększył się w III kw. do 3,1% wobec 2,2% w II kw.

Wskaźnik oczekiwanej produkcji - dla usług i przetwórstwa



Pogorszenie koniunktury w strefie euro odzwierciedla wygasanie efektu odłożonego popytu, co znalazło odzwierciedlenie w spadku składowej dla nowych zamówień zarówno w sektorze usług, jak i w przetwórstwie. Firmy zmagają się również z narastającymi barierami podażowymi, co oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu cen wykorzystywanych przez nie

półproduktów i materiałów. Co więcej, bariery podażowe, do tej pory odnotowywane głównie w przetwórstwie, są w coraz większym stopniu obecne również w sektorze usług. W konsekwencji, zagregowany indeks dla cen półproduktów i materiałów w strefie euro, obejmujący zarówno przetwórstwo jak i usługi, zwiększył się we wrześniu do najwyższego poziomu od 21 lat. Zgodnie z komunikatem, coraz większy negatywny wpływ na nastroje wśród firm mają wydłużające się oczekiwania na dostawy, deficyt materiałów, półproduktów i towarów, które skutkują często niższą sprzedażą i utratą klientów. Z tego powodu narastające bariery podażowe, w połączeniu z obawami firm o wpływ kolejnej fali pandemii na perspektywy gospodarcze w strefie euro, znalazły odzwierciedlenie w dalszym obniżeniu zagregowanego indeksu dla oczekiwanej produkcji za 12 miesięcy, obejmującego zarówno przetwórstwo, jak i sektor usług.

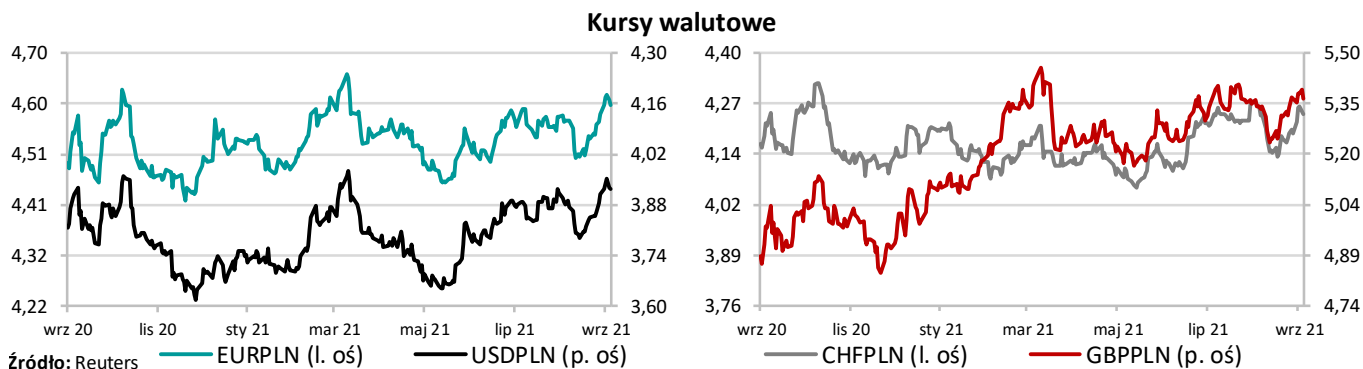


Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zmniejszył się we wrześniu do 58,5 pkt. wobec 62,6 pkt. w sierpniu. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów wszystkich 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw). Warto zwrócić uwagę, że od

czterech miesięcy czas oczekiwania na dostawy w niemieckim przetwórstwie rośnie coraz wolniej. Znajduje to odzwierciedlenie w spowolniającym od dwóch miesięcy wzroście zarówno cen materiałów i półproduktów wykorzystywanych w produkcji jak i zaległości produkcyjnych. We wrześniu nieznacznie zwiększyło się natomiast tempo wzrostu cen dóbr finalnych, co wskazuje, że firmy próbują przerzucić wyższe koszty produkcji na swoich odbiorców. Jednocześnie w niemieckim przetwórstwie obserwowane jest dalsze spowolnienie wzrostu nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych, co podobnie jak w przypadku danych dla całej strefy euro, jest w naszej ocenie efektem barier podażowych oraz wygasania odłożonego popytu. Wolniejszy wzrost zamówień eksportowych może wskazywać również na osłabienie globalnego popytu. Pogorszenie nastrojów firm z niemieckiego przetwórstwa znajduje odzwierciedlenie w dalszym spadku indeksu dla produkcji oczekiwanej za 12 miesięcy, który obniżył się we wrześniu do najniższego poziomu od sierpnia 2020 r.

Uważamy, że jest jeszcze zbyt wcześnie by mówić o sygnałach świadczących o słabnięciu barier podażowych w niemieckim przetwórstwie. Podtrzymujemy naszą ocenę, że pozostaną one czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w Niemczech w krótkim okresie. Wąskie gardła występujące w niemieckim przetwórstwie będą w kolejnych miesiącach prowadzić do zmniejszenia popytu na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce używane w procesie produkcyjnym, co już widać w krajowych danych o produkcji przemysłowej (por. MAKROpuls z 20.09.2021). W efekcie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika polskiego eksportu zmniejszy się w III kw. do 15,4% r/r wobec 29,3% w II kw.

Krajowe dane o inflacji mogą osłabić złotego



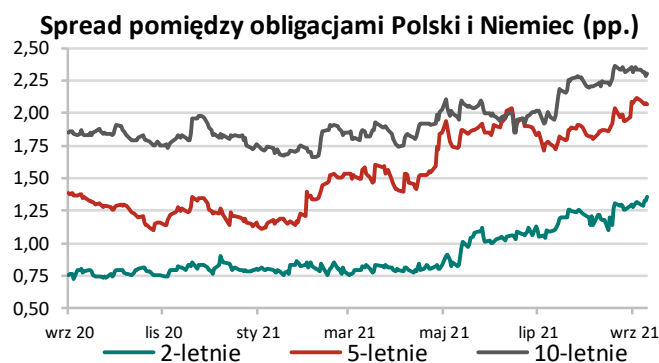
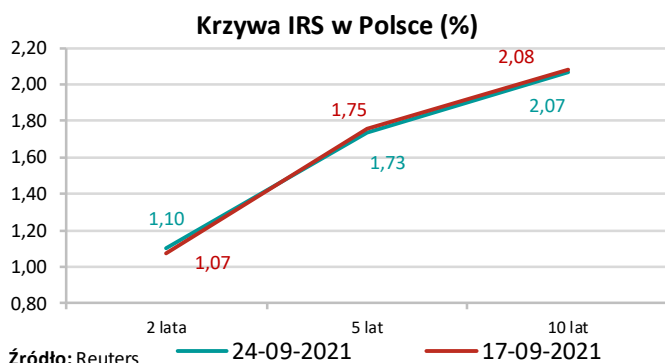
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6012 (osłabienie złotego o 0,4%). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z kontynuacją osłabienia złotego sprzed tygodnia. W środę doszło korekty i kurs EURPLN utrzymywał się w trendzie spadkowym do końca tygodnia. Umocnieniu złotego sprzyjał spadek światowej awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX. Aprecjacja złotego

utrzymała się mimo jastrzębiego wydzwisku posiedzenia FOMC, które nasiliło oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych na świecie. Publikacja indeksów PMI ze strefy euro miała ograniczony wpływ na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu kluczowe dla kursu EURUSD było posiedzenie FOMC. Choć jego jastrzębi wydzwisk doprowadził do umocnienia dolara względem euro, to w kolejnych dniach obserwowany był wzrost kursu EURUSD do poziomów obserwowanych na początku tygodnia.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą wstępne dane o inflacji w Polsce, które mogą przyczynić się do jego osłabienia. Publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa nie spotka się naszym zdaniem z istotną reakcją rynku. W kierunku osłabienia złotego może oddziaływać natomiast publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (III szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, inflacja PCE, indeks ISM dla przetwórstwa, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Chin (indeksy Caixin i CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływ na kurs polskiej waluty. 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.

Dane o inflacji w Polsce i w strefie euro w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,10 (wzrost o 2pb), 5-letnie zmniejszyły się do 1,73 (spadek o 2pb), a 10-letnie obniżyły się do 2,07 (spadek o 1pb). Na początku ubiegłego tygodnia doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej, co było korektą po ich wzroście dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 20.09.2021). W drugiej części tygodnia obserwowany był wzrost stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy), do czego przyczynił się jastrzębi wydzwisk środowego posiedzenia FOMC.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą wstępne dane o inflacji w Polsce. Uważamy, że mogą one oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS. W naszej ocenie publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa będzie neutralna dla krzywej. W kierunku wzrostu stawek IRS może oddziaływać natomiast publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (III szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, inflacja PCE, indeks ISM dla przetwórstwa, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. 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 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	3,92
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	4,25
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	5,5	
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	3,9	
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	13,2	
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	9,5	
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	10,7	
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	9,5	
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	0,9	
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	-1827		
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	13,7		
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	22,1		

* 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	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,47	0,21	0,24	0,47	
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	3,92	3,79	3,75	3,64	3,57	3,47	3,73	3,79	3,47	

*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 27.09.2021 r.							
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	7,6			7,8
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	-0,1	1,0		0,7
Wtorek 28.09.2021 r.							
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	1,8			1,6
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	9,0			
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	113,8	115,0		114,5
Środa 29.09.2021 r.							
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	1,75			
Czwartek 30.09.2021 r.							
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Wrzesień	50,1	49,8		50,2
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	49,2			49,6
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	7,6			7,5
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	3,4	4,2		3,8
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	6,6	6,7		6,6
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	66,8			65,0
Piątek 01.10.2021 r.							
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	56,0	55,0		54,9
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	58,5	58,5		58,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	58,7	58,7		58,7
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	5,5	5,2		5,4
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	3,0	3,5		3,3
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	-0,1			
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Sierpień	4,2	4,2		
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Sierpień	3,6	3,6		3,5
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	60,5			
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	71,0	71,5		71,0
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	59,9	59,2		59,5

* 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

krzysztian.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.