

W tym tygodniu

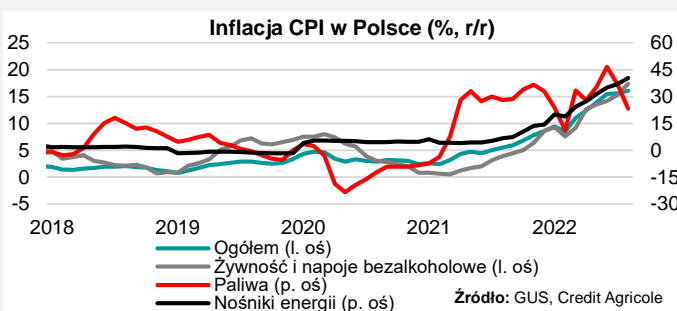
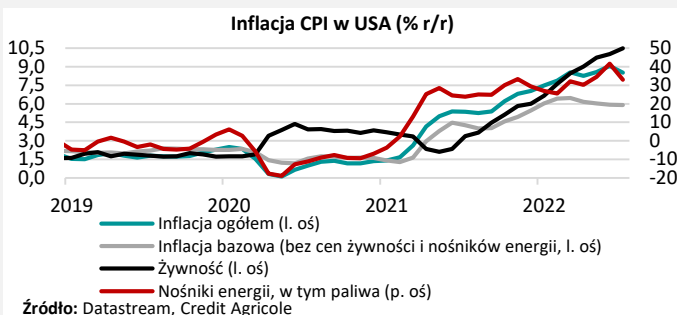
W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem inflacja ogółem zmniejszyła się w sierpniu do 8,1% r/r wobec 8,5% w lipcu, do czego przyczynił się spadek dynamiki cen nośników energii. Jednocześnie uważamy, że w sierpniu

odnotowany zostanie wzrost inflacji bazowej (do 6,1 r/r z 5,9% w lipcu) z uwagi na efekty niskiej bazy i wciąż silną presję inflacyjną. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,2% m/m w sierpniu z 0,6% m/m w lipcu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna nie zmieniła się w sierpniu (podobnie jak w lipcu). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Oczekujemy poprawy nastrojów gospodarstw domowych (60,0 pkt. we wrześniu wobec 58,2 pkt. w sierpniu) ze względu na utrzymujący się spadek cen paliw w ostatnich miesiącach. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.

W piątek poznamy ważne dane z Chin. Sierpniowe dane wskażą na lekkie przyspieszenie tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach, jednak skala ożywienia była nadal ograniczana przez zakłócenia w dostawach energii elektrycznej i lokalnie obowiązujące obostrzenia mające na celu ograniczenie rozprzestrzeniania się przypadków zakażeń COVID-19. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 4,0% r/r w sierpniu z 3,8% w lipcu, a dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 3,5% r/r z 2,7% w lipcu. Ponadto oczekujemy lekkiego spowolnienia tempa wzrostu inwestycji w aglomeracjach miejskich (5,4% r/r w sierpniu wobec 5,7% w lipcu) z uwagi na spadek aktywności na rynku nieruchomości. Oczekujemy, że publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.

W czwartek opublikowane zostaną finalne dane o sierpniowej inflacji w Polsce. Oczekujemy, że roczna dynamika cen ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniosła 16,1% r/r wobec 15,6% w lipcu. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe wkłady cen żywności, nośników energii oraz inflacji bazowej. Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

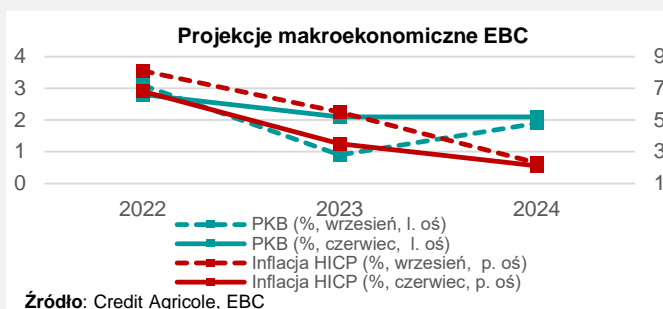
We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lipcu. Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 2229 mln EUR wobec 1468 mln EUR w czerwcu, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 25,8% r/r w czerwcu do 22,7% w lipcu, a tempo wzrostu importu obniżyło się z 31,5% r/r do 26,6% ze względu na oddziaływanie niekorzystnych efektów kalendarzowych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych. Stopa referencyjna NBP wzrosła z 6,50% do 6,75%. Podwyżka stóp o 25pb była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Skala podwyżki na ubiegłotygodniowym posiedzeniu była najmniejsza od początku bieżącego cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, a więc od października 2021 r. Naszym zdaniem główną przyczyną kontynuacji zaostrzenia polityki pieniężnej był odnotowany w sierpniu dalszy i znaczący wzrost inflacji, która zgodnie ze wstępnym szacunkiem wzrosła do 16,1% r/r z 15,6% w lipcu. Rada ponownie zadeklarowała, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę. Naszym zdaniem treść komunikatu wskazuje, że ubiegłotygodniowej decyzji RPP nie należy interpretować jako zamykającej cykl zaostrzenia polityki pieniężnej i drzwi do kolejnej podwyżki stóp pozostają otwarte (por. MAKROpuls z 07.09.2022). W czwartek podczas konferencji prasowej prezes NBP A. Głapiński dał do zrozumienia, że w październiku rozważana będzie albo podwyżka o 25pb albo utrzymanie stóp bez zmian, a decyzja zależeć będzie od napływających w najbliższym czasie danych. Oczekujemy, że wskażą one na nasilające się spowolnienie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach uporczywie wysokiej inflacji, co skłoni Radę do jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych o 25pb, która zakończy cykl zaostrzenia polityki pieniężnej w Polsce ze stopą referencyjną na poziomie 7,00%. Dopuszczamy jednak scenariusz, w którym Rada zrobi jednomiesięczną pauzę w cyklu podwyżek stóp i ponownie podniesie stopy o 25pb w listopadzie.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który zdecydował się na podwyżkę swoich stóp procentowych o 75pb. W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 1,25%, a depozytowa 0,75%. Tym samym skala podwyżki okazała się

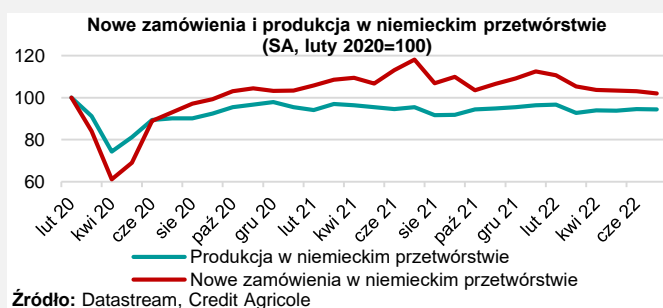


zgodna z naszą prognozą oraz oczekiwaniami rynku (por. MAKROmapa z 05.09.2022). Jednocześnie EBC w swoim komunikacie po posiedzeniu zapowiedział, że na następnych kilku posiedzeniach będzie dalej podnosić stopy procentowe, co ma osłabić popyt i chronić przed ryzykiem stałego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie przyszłe decyzje w sprawie stóp procentowych nadal będą zależne od danych i zapadać z posiedzenia na posiedzenie. Ponadto EBC podtrzymał deklarację, że zamierza nadal reinwestować w całości spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak Rada Prezesów zaczęła podnosić podstawowe stopy procentowe EBC, a w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne do utrzymania warunków dużej płynności i odpowiedniego nastawienia polityki pieniężnej. Podobnie w przypadku programu PEPP Rada Prezesów zamierza reinwestować spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach tego programu co najmniej do końca 2024. Jednocześnie EBC zniósł ustalony na poziomie 0% limit oprocentowania depozytów rządowych w krajowych bankach centralnych. Takie działanie ma na celu uniknięcie sytuacji odpływu depozytów rządowych z krajowych banków centralnych. EBC opublikował również wyniki najnowszej projekcji ekonomicznej. Istotnie w górę zrewidowana została ścieżka inflacji przy jednoczesnym obniżeniu ścieżki wzrostu gospodarczego. Prezes EBC Ch. Lagarde wielokrotnie podkreślała, że duża skala ubiegłotygodniowej podwyżki stóp procentowych ma charakter wyprzedzający, niemniej w swoich wypowiedziach nie wykluczyła kolejnych podwyżek w podobnej skali. Oczekujemy, że EBC

dokona jeszcze w tym roku trzech podwyżek o łącznej skali 150pb, kończąc cykl podwyżek przy stopie depozytowej na poziomie 2,25%. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko, że w warunkach utrzymującej się wysokiej inflacji EBC może wznowić cykl podwyżek w lutym 2023 r.

❗ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane dotyczące bilansu handlowego w Chinach.** Jego saldo zmniejszyło się w sierpniu do 79,4 mld USD wobec 101,3 mld USD w lipcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (93,0 mld USD). Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się w sierpniu do 7,1% r/r wobec 18,0% w lipcu, podczas gdy dynamika importu spadła do 0,3% wobec 2,3%. Dane wskazują na wyraźne wyhamowanie aktywności w chińskim handlu zagranicznym będące efektem pogarszających się perspektyw w światowej gospodarce. Prognozujemy, że w całym 2022 r. dynamika PKB w Chinach zmniejszy się do 3,4% wobec 8,1% w 2021 r., a w 2023 r. wyniesie 5,3%. W konsekwencji uważamy, że cel dla wzrostu gospodarczego w Chinach na 2022 r., który został ustalony na poziomie ok. 5,5%, będzie trudny do osiągnięcia nawet w warunkach aktywnej polityki gospodarczej prowadzonej przez chiński rząd.

❗ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w lipcu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,8% w kwietniu, co było efektem niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w budownictwie i energetyce. Spadek odnotowała również dynamika zamówień w przetwórstwie, która zmniejszyła się w lipcu do -1,1% m/m wobec -0,3% w czerwcu. Tym samym zamówienia obniżyły się już szósty miesiąc z rzędu. Wyższe tempo spadku zamówień było efektem niższej dynamiki zamówień krajowych, podczas gdy dynamika zamówień eksportowych zwiększyła się. Uwzględniając sierpniowe indeksy PMI dla niemieckiego przetwórstwa można oczekiwać, że w kolejnych miesiącach spadek zamówień utrzyma się (por. MAKROMAPA z 29.08.2022). Ubiegłotygodniowe dane w połączeniu z wynikami badań koniunktury stanowią istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy się w III kw. do 0,3% wobec 0,1% w II kw. Co więcej, uwzględniając pogarszającą się sytuację podażową na europejskim rynku gazu, dostrzegamy coraz wyższe prawdopodobieństwo, że niemiecka gospodarka wejdzie w III kw. w recesję.

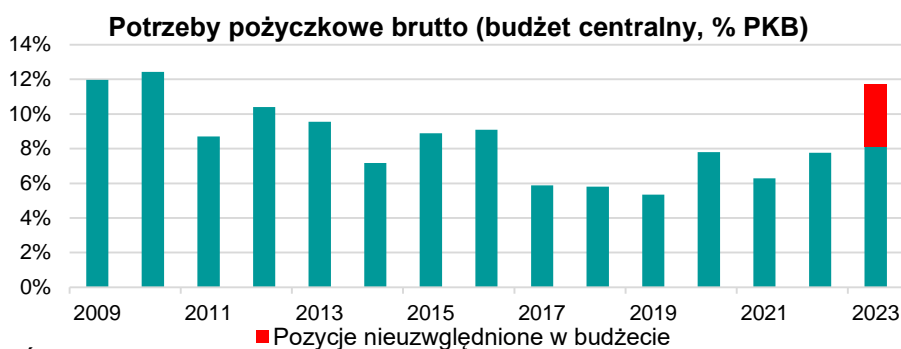


❗ **Zrewidowaliśmy naszą ścieżkę wzrostu gospodarczego w USA.** Obecnie prognozujemy, że amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,7% (2,6% przed rewizją) wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 0,5% (1,5%). Na rewizję naszego scenariusza złożyły się niższy punkt startowy, a także pogarszające się perspektywy inwestycji oraz konsumpcji prywatnej. Nasza nowa ścieżka wzrostu gospodarczego w USA, zakładająca jego wyraźne spowolnienie w 2023 r., jest spójna z naszym scenariuszem polityki pieniężnej Fed, zgodnie z którym Rezerwa Federalna dokona w tym roku jeszcze trzech podwyżek stóp procentowych (o 50pb we wrześniu, o 50pb w listopadzie i o 25pb w grudniu), po czym zakończy cykl podwyżek.

Czy NBP wznowi skup obligacji w 2023 r.?

Dwa tygodnie temu zaprezentowany został projekt ustawy budżetowej na 2023 r. Kwota dochodów budżetu państwa wynosi 604,4 mld zł, a wydatki zostały ustalone na poziomie 669,4 mld zł. Tym samym planowany deficyt budżetu państwa na 2023 r. wyniósł 65,0 mld zł. Poniżej prezentujemy ważne informacje w kontekście finansowania budżetu na 2023 r., czyli kształtowania się tzw. potrzeb pożyczkowych.

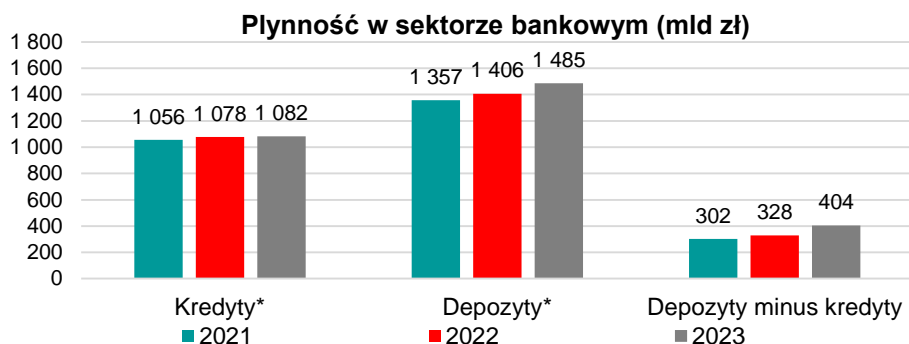
Potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa to kwota, która jest niezbędna do sfinansowania deficytu budżetu państwa i budżetu środków europejskich, rozchodów budżetu państwa (m.in. spłata pożyczek i kredytów) oraz wykupu obligacji wyemitowanych w poprzednich latach, które zapadają w danym roku. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa wyniosą 269,6 mld zł w 2023 r. W relacji do PKB wyniosą one 8,1% i będą najwyższe od 2016 r. Warto jednak zwrócić uwagę, że projekt budżetu nie uwzględnia realizacji niektórych wydatków, których prawdopodobieństwo materializacji w 2023 r. jest naszym zdaniem znaczące. Tym samym rzeczywiste potrzeby pożyczkowe budżetu państwa będą najprawdopodobniej znacząco wyższe od kwoty założonej w projekcie ustawy.



Źródło: MinFin, Credit Agricole

Po pierwsze, projekt budżetu nie przewiduje przedłużenia obowiązywania Tarczy Antyinflacyjnej na 2023 r. Uważamy, że taki scenariusz jest mało prawdopodobny. W przypadku zakończenia Tarczy w 2022 r., średnioroczna inflacja w 2023 r. przekroczyłaby 10%, co byłoby trudnym scenariuszem dla rządu biorąc pod uwagę

wybory parlamentarne. Zgodnie z szacunkami NBP, koszt przedłużenia tarczy na 2023 r. to 33,4 mld zł. Po drugie uważamy, że w ramach kampanii wyborczej rząd podejmie decyzję o przyznaniu 14tej i 15tej emerytury w 2023 r. (budżet przewiduje sfinansowanie tylko tzw. trzynastki) oraz waloryzację świadczeń w ramach programu Rodzina 500+ do 700 zł na dziecko. Takie działania wiązałyby się ze wzrostem wydatków budżetowych o odpowiednio 23 i 15 mld zł. Alternatywnie, dopuszczamy zwiększenie przez rząd innych wydatków (w tym socjalnych) w skali zbliżonej do kosztu 14stej i 15stej emerytury i 40-procentowej waloryzacji świadczenia 500+. Po trzecie, w warunkach wysokich cen energii, rząd najprawdopodobniej zdecyduje się na zamrożenie cen prądu i gazu dla gospodarstw domowych, co wiązałoby się z dodatkowymi wydatkami budżetu równymi odpowiednio 23 i 13 mld zł (zgodnie z analizami rządu, do których dotarł Dziennik Gazeta Prawna). W połączeniu z dodatkiem węglowym (11,5 mld zł), koszty takich działań osłonowych sięgnęłyby łącznie ok. 47 mld zł w 2023 r. Trudno jest jednoznacznie przewidzieć, czy wspomniane powyżej działania rzeczywiście zostaną zrealizowane, albo czy rząd poczyni jednoczesne oszczędności w innych obszarach budżetu. Niemniej jednak, uwzględniając w pełni powyższe dodatkowe działania, potrzeby pożyczkowe brutto zwiększyłyby się o 120 mld zł względem wielkości zaprezentowanej w projekcie ustawy budżetowej i wyniosłyby 389,4 mld zł. W relacji do PKB (11,7%) byłyby one największe od 2010 r., co tym samym rodzi pytanie o możliwości ich sfinansowania przez rząd.



Źródło: NBP, Credit Agricole

*przedsiębiorstwa niefinansowe i gosp. domowe

Uważamy, że ważnym nabywcą obligacji emitowanych przez rząd będą krajowe banki. W warunkach oczekiwanego przez nas spowolnienia wzrostu gospodarczego (i spadku akcji kredytowej) oraz szybkiego wzrostu depozytów (napędzanego przez wzrost nominalnych wynagrodzeń i relatywnie wysokie stopy procentowe) płynność w sektorze

bankowym zwiększy się wyraźnie w 2023 r. Nadpłynność, w uproszczeniu rozumiana jako nadwyżka depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych nad udzielonymi im kredytami, zwiększy się naszym zdaniem w 2023 r. o ok. 75 mld zł w porównaniu do 2022 r. Z uwagi na konstrukcję podatku bankowego (brak opodatkowania obligacji) duża część z tych środków zostanie naszym zdaniem przeznaczona na zakup polskiego długu. Drugim źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych mogą być wolne środki zgromadzone na rachunkach budżetowych. Szacujemy, że poduszka płynnościowa rządu wynosi ok. 15 mld zł. Część finansowania może być pozyskana od inwestorów zagranicznych, choć trudno przewidzieć jego poziom.

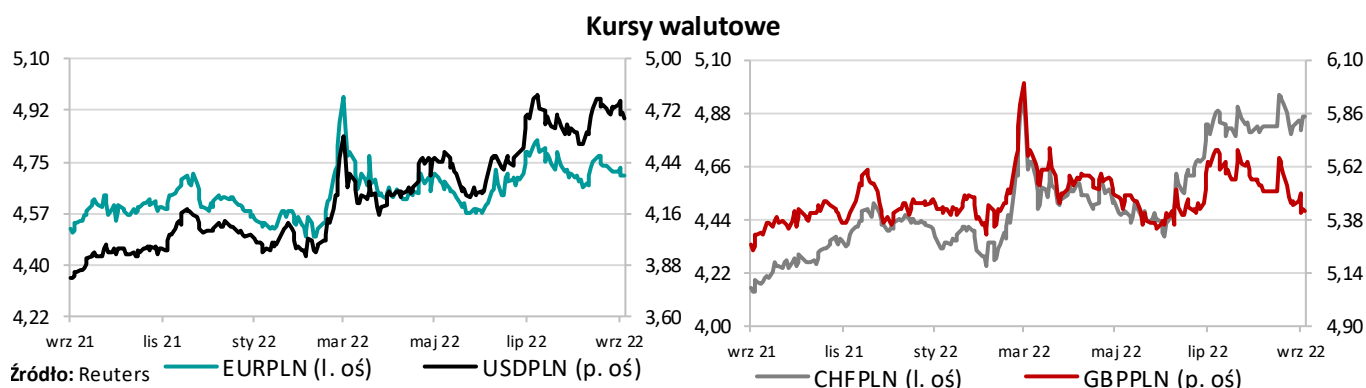
Jednocześnie należy pamiętać, że potrzeby pożyczkowe sektora instytucji rządowych i samorządowych (sektor *general government*) nie ograniczają się do omawianych wyżej potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (tzw. budżetu centralnego). Oprócz tego konieczne jest również zapewnienie finansowania dla jednostek samorządu terytorialnego oraz zobowiązań zaciąganych przez fundusze w Banku Gospodarstwa Krajowego zaliczane do tego sektora. Wśród nich można wymienić m.in. Krajowy Fundusz Drogowy, Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy i Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych. Konkretnie potrzeby pożyczkowe tych jednostek nie zostały jeszcze upublicznione. Można je jednak oszacować na podstawie zmiany różnicy pomiędzy długiem instytucji rządowych i samorządowych a państwowym długiem publicznym. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej zadłużenie pozostałych instytucji zaliczanych do sektora *general government* zwiększy się o 85 mld zł pomiędzy 2022 r. i 2023 r. Naszym zdaniem, za wzrost tego zadłużenia odpowiadają przede wszystkim potrzeby pożyczkowe wspomnianych funduszy. Te 85 mld zł, to inaczej przybliżona wartość tzw. potrzeb pożyczkowych netto, czyli potrzeb pożyczkowych brutto po wyłączeniu wykupu obligacji zapadających w 2023 r. Korzystając z Wieloletniej Prognozy Finansowej jednostek samorządu terytorialnego zakładamy, że łączne potrzeby pożyczkowe brutto funduszy BGK i jednostek samorządu terytorialnego wyniosą 95 mld zł w 2023 r.

W ocenie możliwości sfinansowania potrzeb pożyczkowych sektora instytucji rządowych i samorządowych przez krajowy sektor bankowy kluczowe jest spojrzenie na potrzeby pożyczkowe netto. Dług zapadający w przyszłym roku zostanie po prostu zrolowany. Szacujemy, że potrzeby pożyczkowe netto sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniosą 312,3 mld zł w 2023 r. (107,5 mld zł zaplanowane w ramach budżetu centralnego i 85 mld zł ze strony funduszy BGK i jednostek samorządu terytorialnego oraz 119,8 mld zł z uwagi na oczekiwane przez nas działania rządu nieuwzględnione w budżecie), czyli 9,4% PKB. Nawet w ostrożnym szacunku, zakładającym, że 14ta i 15ta emerytura nie zostałyby przyznane, a świadczenie 500+ nie zostałyby zwaloryzowane, potrzeby pożyczkowe netto sektora *general government* wyniosłyby 273 mld zł (8,2% PKB) w 2023 r. Ta kwota stanowi ponad trzykrotność szacowanego przez nas przyrostu nadpłynności w sektorze bankowym (75 mld zł), który mógłby zostać przeznaczony na zakup obligacji. Emisja obligacji przez rząd mogłaby dodatkowo zostać sfinansowana przez środki ulokowane dotychczas przez banki w bonach pieniężnych NBP (ok. 200 mld zł). Uważamy jednak, że potencjał do takiego transferu środków jest ograniczony z uwagi na znaczące ryzyko stopy procentowej (bony pieniężne NBP to lokata kapitału na 7 dni, podczas gdy obligacje mają zwykle kilkuletnie okresy zapadalności). W rezultacie rząd mógłby zdecydować się na emisję bonów skarbowych o krótkim terminie

zapadalności (poniżej roku), aby zwiększyć atrakcyjność takich papierów wartościowych względem bonów pieniężnych NBP.

W celu oceny wpływu emisji dłużnych papierów wartościowych przez rząd, jednostki samorządu terytorialnego i BGK na kształtowanie się rentowności obligacji, konieczne jest spojrzenie na ich łączną podaż (nowe emisje plus rolowanie długu zapadającego w 2023 r.), czyli inaczej potrzeby pożyczkowe brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych. Szacujemy, że wyniosą one 484,4 mld zł w 2023 r. (14,6% PKB), na co złożą się nowe emisje w wysokości 312,3 mld zł i wykup zapadających obligacji w kwocie 172,1 mld zł. Oczekiwany przez nas silny wzrost podaży obligacji w 2023 r. będzie oddziaływał w kierunku wzrostu ich rentowności. Nawet wówczas, gdy część tych potrzeb zostanie sfinansowana (prefinansowana) w 2022 r., presja na wzrost rentowności w 2023 r. pozostanie wysoka. Taka tendencja będzie również wspierana przez oczekiwane przez nas zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, przede wszystkim Fed i EBC (patrz wyżej). Naszym zdaniem, w przypadku znaczącego wzrostu rentowności, możliwe jest wznowienie przez NBP skupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Takie działanie będzie oddziaływało w kierunku obniżenia rentowności obligacji i stabilizowało rynek instrumentów dłużnych, co może przyczynić się do zwiększenia popytu na obligacje skarbowe ze strony inwestorów zagranicznych. Zarysowane powyżej warunki rynkowe będą sprzyjały podwyższonej zmienności kursu złotego.

Kurs złotego pod wpływem sytuacji na rynku gazu

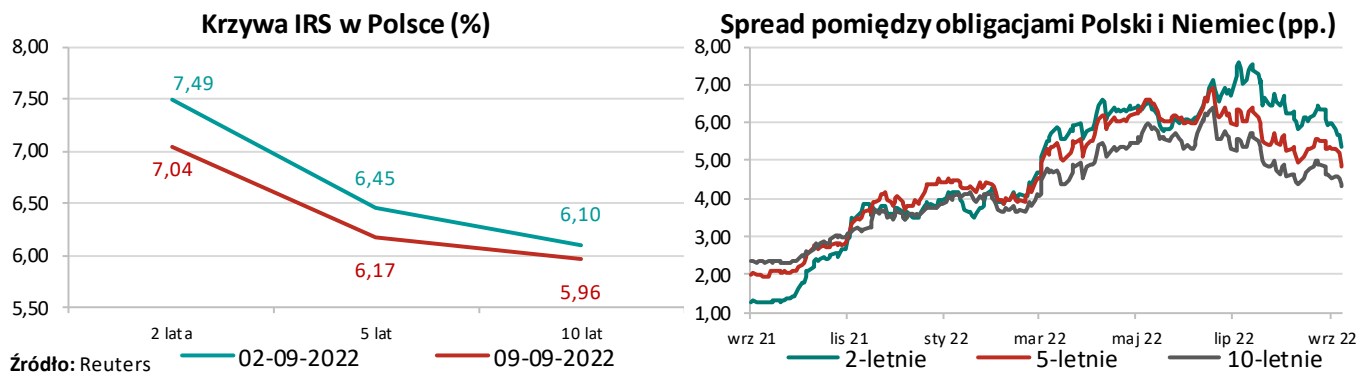


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,7024 (umocnienie złotego o 0,2%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. W kierunku umocnienia złotego oddziaływało obniżenie światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w spadku indeksu VIX. Posiedzenia RPP oraz EBC nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

W ubiegłym tygodniu doszło również do nieznacznego umocnienia euro względem dolara, do czego przyczyniła się decyzja EBC o podwyżce stóp procentowych, która zmniejszyła dysparytet stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego łagodnego wzrostu kursu EURUSD do 1,02 na koniec br.

Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty, a głównym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje wpływające na ocenę ryzyka wystąpienia szoku gazowego w Europie, który może istotnie osłabić perspektywę wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.

📌 Słabną oczekiwania rynku na dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do 7,04 (spadek o 45pb), 5-letnie do 6,17 (spadek o 28pb), a 10-letnie do 5,96 (spadek o 14pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia ze spadkiem stawek IRS widocznym szczególnie na krótkim końcu krzywej. Przyczyniły się do niego słabnące oczekiwania części inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce, związane z pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wyraźne obniżenie kwotowań kontraktów FRA (o ok. 40pb w przypadku FRA 3x6).

Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym czynnikiem kształtującym krzywą pozostaną natomiast informacje wpływające na ocenę ryzyka wystąpienia szoku gazowego w Europie, który może istotnie osłabić perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75
Kurs EURPLN*	4,52	4,60	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,77
Kurs USDPLN*	3,83	3,98	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,72
Kurs CHFPLN*	4,18	4,27	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	4,92
Inflacja CPI (r/r, %)	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	15,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,9	4,2	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	13,1	8,7	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,7	11,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	24,9	24,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	10,7	11,1	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	18,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	13,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	4,9	4,9	4,9	
Saldo ROB (mln EUR)	-527	-1817	-1368	-1269	-2685	-1046	-3787	-4010	-3476	-1485	-1468	-2229		
Eksport (r/r, % EUR)	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	19,9	11,2	18,7	7,9	27,2	25,8		22,7	
Import (r/r, % EUR)	33,6	22,4	24,2	23,9	35,1	35,0	22,1	38,2	24,5	36,4	31,5		26,6	

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,5	5,5	0,6	0,2	-0,3	0,8	2,9	3,9	5,9	3,4	1,9	
Konsumpcja (% r/r)	6,6	6,4	0,0	0,5	1,0	1,5	0,7	1,3	6,1	3,3	1,1	
Inwestycje (% r/r)	4,3	7,1	1,2	0,2	-0,7	-0,3	3,0	3,8	3,8	2,6	1,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,0	5,2	4,5	3,5	1,8	0,5	2,9	4,5	11,8	3,8	2,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,8	7,8	2,2	1,1	0,7	-1,3	5,1	7,0	15,9	4,7	2,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,9	3,6	0,0	0,2	0,6	0,9	0,4	0,7	3,4	1,8	0,6
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,5	0,8	0,7	0,4	0,3
	Eksport netto (pp.)	-3,8	-1,2	1,4	1,4	0,7	1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-0,3	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,8	-3,9	-3,9	-4,0	-3,8	-3,4	-3,7	-4,3	-0,7	-4,0	-4,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	4,9	4,7	5,0	5,3	5,0	4,7	5,0	5,4	5,0	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	2,0	2,2	2,2	1,2	0,7	0,3	1,8	1,8	1,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	10,3	10,2	10,0	8,3	7,5	6,9	8,9	10,5	8,2	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,2	17,0	14,6	9,9	7,1	4,4	5,1	14,2	9,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,13	7,13	7,13	7,13	6,63	6,01	2,54	7,13	6,01	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	7,00	7,00	7,00	7,00	6,25	1,75	7,00	6,25	
EURPLN**	4,64	4,70	4,77	4,75	4,75	4,73	4,70	4,65	4,58	4,75	4,65	
USDPLN**	4,19	4,48	4,72	4,66	4,61	4,50	4,39	4,23	4,03	4,66	4,23	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 13.09.2022 r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	-55,3		-60,0
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Lipiec	-1468	-2229	-1759
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Sierpień	0,0	0,0	-0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Sierpień	0,3	0,4	0,3
Środa 14.09.2022 r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	0,7		-0,8
Czwartek 15.09.2022 r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	15,6	16,1	16,1
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	II kw.	2,7		
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	-31,3		-15,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	0,0	0,0	0,0
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	6,2		3,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	0,6	0,2	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	80,3		80,3
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Lipiec	1,4		0,8
Piątek 16.09.2022 r.						
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	3,8	4,0	4,0
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	2,7	3,5	4,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	5,7	5,4	5,6
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	9,1	9,1	9,1
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Sierpień	9,3	9,9	9,9
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	58,2	60,0	59,8

* 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