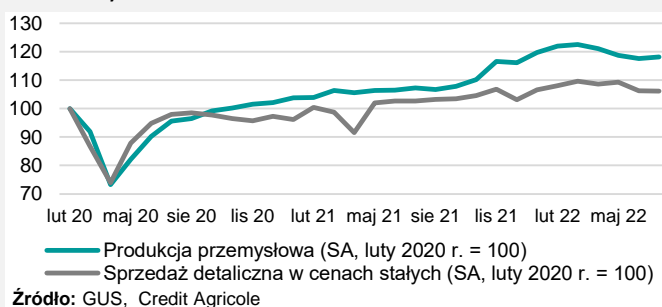


## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych o 75pb, a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [3,00%, 3,25%]. Uważamy, że uzasadnieniem dla takiej skali podwyżki są opublikowane z ubiegłym tygodniu wyższe od oczekiwań dane o inflacji CPI (patrz poniżej). Fed opublikuje również wyniki najnowszej projekcji ekonomicznej członków FOMC. Uwaga rynku skupiona będzie na medianie dla oczekiwanego przez członków FOMC poziomu stóp procentowych w USA. Uważamy, że zwiększy się ona względem czerwcowej projekcji wskazując na koniec cyklu podwyżek stóp procentowych w 2023 r. przy przedziale dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [4,25%, 4,50%], czyli nieznacznie powyżej naszego zrewidowanego scenariusza (patrz poniżej). Skala podwyżki stóp procentowych o 75pb jest zgodna z konsensem, stąd w przypadku realizacji naszej prognozy nie oczekujemy aby miała ona istotny wpływ na ceny aktywów. Niemniej podczas konferencji prasowej po posiedzeniu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

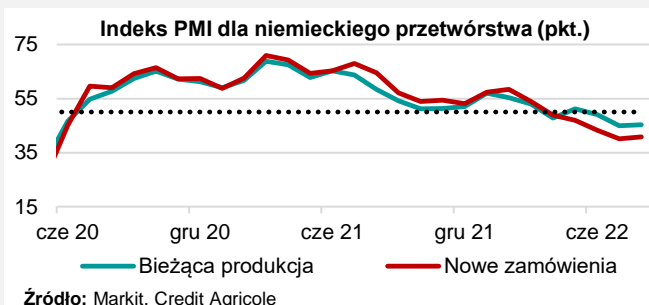
**We wtorek poznamy dane o sierpniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 11,5% r/r wobec 7,6% w lipcu. W kierunku przyspieszenia wzrostu produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe, a także przesunięcia przerw urlopowych w branży motoryzacyjnej. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu (9,9%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



**We wtorek opublikowane zostaną również sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zwiększyła się do 2,5% r/r wobec 2,3% w lipcu, co było wcześniej sygnalizowane przez wyniki badań koniunktury. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się w naszej ocenie do 13,8% r/r w sierpniu wobec 15,8% w lipcu, co wynikało z wygaśnięcia efektów związanych z lipcową wypłatą premii m.in. w górnictwie, leśnictwie i energetyce (por. MAKROPuls z 19.08.2022). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

**W środę poznamy dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży detalicznej obniżyło się do 18,2% r/r w sierpniu wobec 18,4% w lipcu. W kierunku spowolnienia wzrostu nominalnej sprzedaży oddziaływał spadek cen paliw. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu (20,0%), a tym samym jej materializacja może być lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

**W piątek opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 48,2 pkt. wobec 48,9 pkt. w sierpniu. W kierunku dalszego pogorszenia koniunktury w strefie euro oddziałuje spowolnienie wzrostu gospodarczego w światowej gospodarce, a także podwyższona

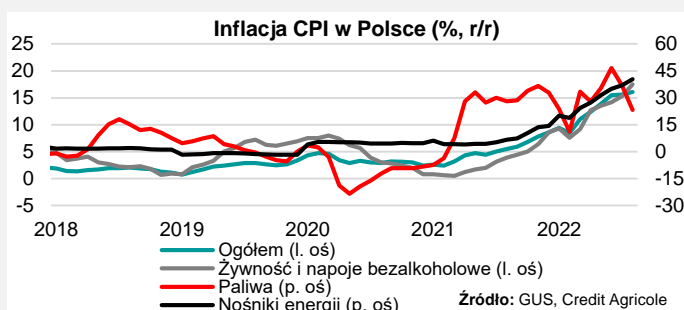


niepewność związana z rosnącymi cenami energii. Inwestorzy oczekują również dalszego spadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 48,3 pkt. we wrześniu z 49,1 pkt. w sierpniu). Kluczową informacją w raporcie PMI będzie ocena przedsiębiorstw dotycząca wpływu szoku gazowego na ich działalność. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.

- ▬ **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Oczekujemy, że dane nt. rozpoczętych budów (1450 tys. w sierpniu wobec 1446 tys. w lipcu), nowych pozwoleń na budowę (1601 tys. wobec 1685 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,67 mln wobec 4,81 mln) potwierdzą utrzymujący się w ostatnich kwartałach spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.

## W zeszłym tygodniu

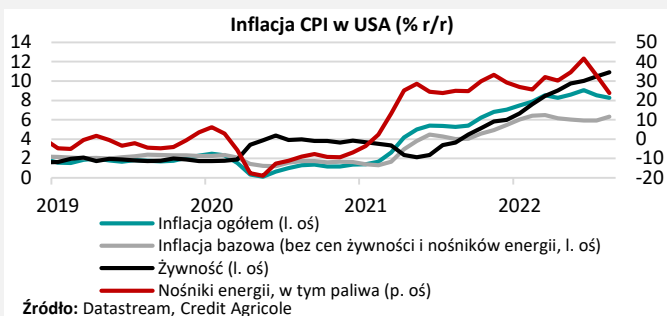
- ▬ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w sierpniu do 16,1% r/r wobec 15,6% w lipcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Tym samym ukształtowała się ona na najwyższym poziomie od marca 1997 r. i od 17 miesięcy pozostaje znacząco powyżej górnej granicy odchyień od celu



inflacyjnego NBP (3,5% r/r). Do zwiększenia inflacji przyczyniły się wyższe dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (17,5% r/r w sierpniu wobec 15,3% w lipcu), nośników energii (40,3% wobec 37,0%) oraz wzrost inflacji bazowej, która wyniosła w sierpniu 9,9% r/r wobec 9,3% w lipcu (por. MAKROpuls z 15.09.2022). Przeciwny wpływ miał natomiast spadek dynamiki cen paliw, która obniżyła się do 23,3% wobec 36,8%. Ubiegłotygodniowe dane są zgodne z naszą prognozą, zgodnie z którą szczyt inflacji zostanie osiągnięty w październiku br. na poziomie 17,5% r/r, a inflacja utrzyma się na poziomie przekraczającym 16% do lutego 2023 r. (por. MAKROmapa z 05.09.2022). Oczekujemy, że napływające dane, wskazujące na nasilające się spowolnienie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach uporczywie wysokiej inflacji, skłonią Radę do jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych o 25pb w październiku br., która zakończy cykl zaostrzenia polityki pieniężnej w Polsce. Dopuszczamy jednak scenariusz, w którym Rada zrobi jednomiesięczną pauzę w cyklu podwyżek stóp i zamiast w październiku podniesie stopy procentowe o 25pb w listopadzie (por. MAKROmapa z 12.09.2022).

- ▬ **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w lipcu do -1735 mln EUR wobec -1468 mln EUR w czerwcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-1850 mln EUR) i naszej prognozy (-2229 mln EUR).** Tym samym jest to 14 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 603 mln EUR i 276 mln EUR niższe niż w czerwcu), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe salda dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 104 mln EUR i 508 mln EUR wyższe niż w czerwcu). Jednocześnie w lipcu zmniejszyła się zarówno dynamika eksportu (19,9% r/r w lipcu wobec 25,8% w czerwcu), jak i importu (23,5% wobec 31,5%), co w znacznym stopniu wynikało z oddziaływania niekorzystnych efektów kalendarzowych, a także spowolnienia aktywności w światowym handlu. Lipcowe dane są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB nie zmieni się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniesie -3,9%.

▬ **Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w sierpniu do 8,3% r/r wobec 8,5% w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (8,1%).** Do zmniejszenia inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen nośników energii. Przeciwny wpływ miała natomiast wyższa dynamika cen żywności oraz wzrost inflacji bazowej, która zwiększyła się w sierpniu do 6,3% r/r



wobec 5,9% w lipcu i ukształtowała się powyżej oczekiwań rynku (6,1%). Dane wskazują tym samym na utrzymującą się silną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W konsekwencji zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki pieniężnej w USA. Obecnie prognozujemy, że na wrześniowym posiedzeniu Fed podniesie stopy procentowe o 75pb (wcześniej oczekiwaliśmy podwyżki o 50pb). Uważamy, że w listopadzie stopy procentowe zostaną podniesione o 50pb, w grudniu o 25pb oraz w I kw. 2023 r. o kolejne 25pb, po czym cykl podwyżek zostanie zakończony. Tym samym na koniec I kw. przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [4,00%, 4,25%]. Nasz nowy scenariusz zakłada większy dysparytet stóp procentowy pomiędzy USA a strefą euro, co stanowi ryzyko dla naszej prognozy, zgodnie z którą na koniec 2022 r. kurs EURUSD wzrośnie do 1,02.

▬ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w sierpniu do -0,2% wobec 0,5% w lipcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,2%). Spadek dynamiki produkcji przemysłowej wynikał z niższej dynamiki produkcji we wszystkich jej głównych kategoriach: przetwórstwie, górnictwie oraz dostarczaniu mediów. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w sierpniu do 80,0% wobec 80,2% w lipcu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zwiększyła się w sierpniu do 0,3% wobec -0,4% w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,0%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zmniejszyła się w sierpniu do -0,3% wobec 0,0% w lipcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Regionalne indeksy NY Empire State (-1,5 pkt. we wrześniu wobec -31,3 pkt. w sierpniu) oraz Philadelphia Fed (-9,9 pkt. wobec 6,2 pkt.) dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa. Z kolei na nieznaczną poprawę nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który wzrósł we wrześniu do 59,5 pkt. wobec 58,2 pkt. w sierpniu i ukształtował się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (60,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Ubiegotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,7% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 0,5% (por. MAKROmapa z 12.09.2022).

▬ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały ważne dane z Chin.** Dane o produkcji przemysłowej (4,2% r/r w sierpniu wobec 3,8% w lipcu), sprzedaży detalicznej (5,4% wobec 2,7%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (5,8% wobec 5,7%) wskazały na przyspieszenie wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce. Jednocześnie ukształtowały się one powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 4,0%, 3,9% i 5,7%). Warto jednak zwrócić uwagę, że istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku odnotowanego w sierpniu wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce były efekty niskiej bazy sprzed roku, stąd jest jeszcze zbyt wcześnie by interpretować je jako sygnał ożywienia. Dlatego uwzględniając negatywny wpływ restrykcji administracyjnych związanych z pandemią na aktywność gospodarczą w Chinach, odnotowane latem zaktócenia w dostawach energii elektrycznej, a także utrzymującą się mimo aktywnej polityki państwa niską aktywność na chińskim rynku nieruchomości będącą efektem obniżenia zarówno popytu jak i podaży prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach zmniejszy się do 3,0% (3,4% przed rewizją)

wobec 8,1% w 2021 r., a w 2023 r. wyniesie 5,3% (bez zmian). 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.

## Sektor rolno-spożywczy zarabia na szoku kosztowym

W ostatnich kwartałach sektor rolno-spożywczy zmagają się z nasilającą się presją kosztową wynikającą z rosnących cen surowców rolnych i materiałów, energii, pracy oraz kosztów odsetek od kredytów. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena tego, jak poszczególne branże polskiego sektora rolno-spożywczego radzą sobie w warunkach silnego wzrostu kosztów swojej działalności. To w jakim stopniu firmom z sektora rolno-spożywczego udaje się przerzucać rosnące koszty na kolejne odcinki łańcucha niesie cenne informacje z punktu widzenia ścieżki cen żywności w Polsce, a w konsekwencji dalszego kształtowania się inflacji.

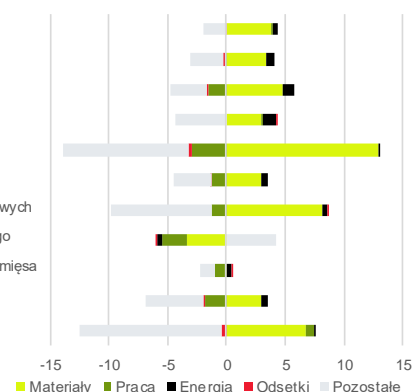
Presja kosztowa, z jaką zmagają się obecnie firmy z sektora rolno-spożywczego dotyczy przede wszystkim czterech obszarów: materiałów, energii, pracy oraz kosztów odsetek od kredytów. Wyższe koszty materiałów wynikają nie tylko z odnotowanego w ostatnim czasie silnego wzrostu cen surowców rolnych, ale i wyższych cen opakowań oraz środków chemicznych wykorzystywanych w produkcji, których wzrost jest efektem barier podaży związanych m.in. z kryzysem na rynku gazu. Rosnące ceny energii są związane z silnym wzrostem cen surowców energetycznych, a także cen uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>. Coraz wyższe koszty pracy są spowodowane rosnącą presją płacową w polskiej gospodarce, której sprzyja silny wzrost inflacji w warunkach utrzymującej się napiętej sytuacji na rynku pracy. Wyższe koszty odsetek od kredytów są z kolei efektem rozpoczętego przez RPP w październiku 2021 r. cyklu podwyżek stóp procentowych.

W konsekwencji w naszej analizie, wykorzystując dane firmy PONT Info dla firm zatrudniających co najmniej 10 pracowników dokonaliśmy dekompozycji wzrostu udziału kosztów całkowitych w przychodach w poszczególnych branżach sektora rolno-spożywczego z rozbiciem na 5 obszarów: materiały, energię, pracę, koszty odsetek od kredytów oraz pozostałe. Jako punkt odniesienia przyjęliśmy przeciętne dane finansowe analizowanych branż w latach 2015-2019, tak aby uniknąć zniekształcającego wpływu pandemii COVID-19 na wyniki naszej analizy. Interpretacja uzyskanych wyników jest następująca: jeśli udział kosztów całkowitych w przychodach pozostaje bez zmian lub zmniejsza się oznacza to, że firmom udaje się przerzucać rosnące koszty na kolejne odcinki łańcucha dostaw, w tym na samym końcu na konsumentów. Z kolei wzrost udziału kosztów całkowitych w przychodach jest równoznaczny z tym, że

**Zmiana udziału kosztów całkowitych w przychodach w głównych branżach sektora rolno-spożywczego (pkt. proc., I poł. br. vs. średnia dla I poł. roku w latach 2015-2019)**



**Struktura zmiany udziału kosztów całkowitych w przychodach (pkt. proc.)**



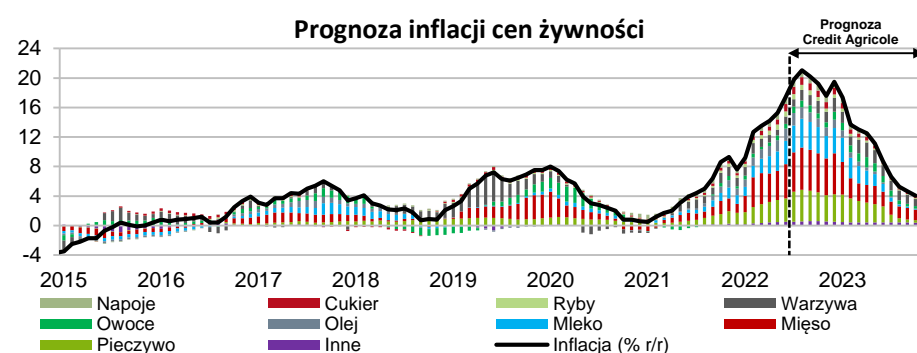
Źródło: PONT Info, Credit Agricole

firmy w warunkach ograniczonych możliwości przetrzucenia rosnących kosztów na kolejne odcinki łańcucha dostaw są zmuszone obniżyć swoje marże.

Dane wskazują, że aż w 6 z 10 analizowanych indywidualnych branż udało się obniżyć udział kosztów całkowitych w przychodach. To oznacza, że z nawiązką przetrzuciły one rosnące koszty na kolejne odcinki łańcucha dostaw, zwiększając w ten sposób swoje marże. Co ciekawe, obserwacja ta jest prawdziwa również dla zagregowanych danych dla całego przetwórstwa żywności. Najlepiej sytuacja wygląda w branżach „produkcja cukru”, „wytwarzanie wyrobów mleczarskich” oraz „przetwarzanie i konserwowanie mięsa oraz produkcja wyrobów z mięsa”. Z kolei najsilniejszy wzrost udziału kosztów całkowitych w przychodach odnotowano w branżach „przetwarzanie i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków”, „przetwórstwo kawy i herbaty” i „produkcja wyrobów piekarskich i mącznych”, co oznacza, że w tych kategoriach szok kosztowych wymusza na firmach obniżki marży. Jednocześnie analiza struktury kosztów wskazuje, że największym problemem, z jakim zmagają się obecnie firmy to przede wszystkim rosnące koszty materiałów, w mniejszym stopniu energii. Warto przy tym zauważyć, że koszty pracy oraz odsetek rosną na ogół wolniej niż przychody, a w konsekwencji ich udział w przychodach obniża się. Tym samym, wbrew powszechnej opinii, nie są to obecnie kategorie kosztowe w istotny sposób determinujące zmianę rentowności firm w branży rolno-spożywczej.

Analiza danych prowadzi do wniosku, że branże wytwarzające podstawowe produkty żywnościowe, które charakteryzują się relatywnie niską elastycznością cenową popytu, takie jak cukier, produkty mleczne, mięso, oleje i tłuszcze czy mąka, były w stanie z nawiązką przetrzucić rosnące koszty na kolejne odcinki łańcucha dostaw. Wyjątek stanowi tutaj branża „produkcja wyrobów piekarskich i mącznych”, gdzie odnotowano umiarkowany wzrost udziału kosztów całkowitych w przychodach. Analiza danych na wyższym poziomie szczegółowości wskazuje, że największy problem w przetrzucaniu rosnących kosztów na kolejne odcinki łańcucha dostaw miały piekarnie i cukiernie, podczas gdy producenci makaronów istotnie obniżyli udział kosztów całkowitych w przychodach. Rynek wyrobów piekarniczych i ciastkarskich charakteryzuje się o wiele niższym poziomem koncentracji niż rynek makaronu. Tym samym dane sugerują, że im niższa koncentracja rynku, a w konsekwencji wyższa konkurencja i słabsza pozycja negocjacyjna działających na nim podmiotów, tym firmom trudniej podnosić ceny swoich produktów.

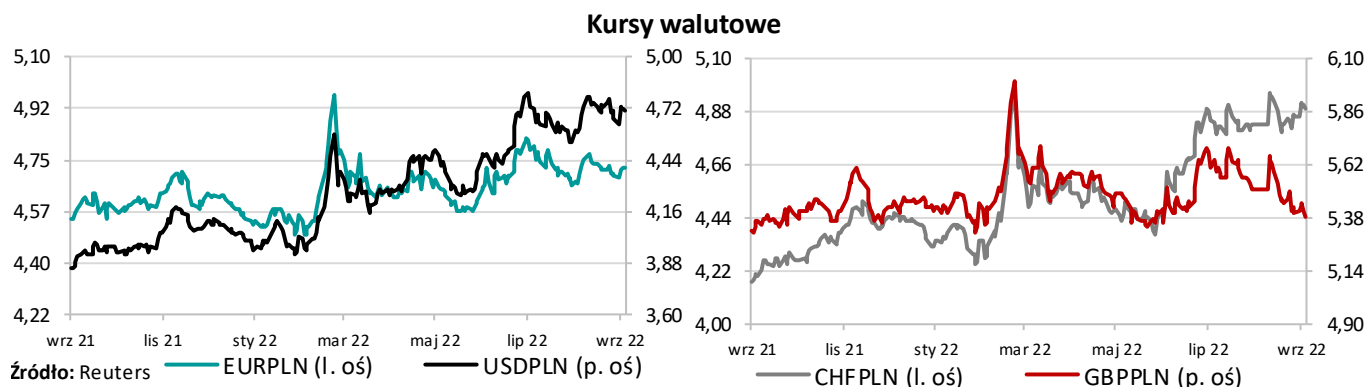
Uważamy, że w kolejnych kwartałach wysoka presja kosztowa utrzyma się. Wynikać będzie to przede wszystkim z oczekiwanego przez nas dalszego wzrostu cen energii. Dostrzegamy również ryzyko wzrostu cen środków produkcji wykorzystywanych w sektorze rolno-spożywczym, których produkcja zależy od dostępności gazu. W przeciwnym



kierunku oddziaływać będzie natomiast oczekiwany przez nas spadek cen podstawowych surowców rolnych (por. AGROmapa z 19.09.2022). W konsekwencji uważamy, że kolejne miesiące przyniosą dalszy wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych będący efektem przetrzucania przez firmy z branży rolno-spożywczej rosnących kosztów produkcji na kolejne odcinki łańcucha dostaw. Jest to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym dynamika cen żywności osiągnie swoje maksimum lokalne w październiku br. przekraczając 20% r/r, po czym będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym, przy założeniu, że tarcza antyinflacyjna zostanie utrzymana do końca 2023 r. W konsekwencji inflacja ogółem zwiększy się w 2022 r. do 14,2% r/r wobec 5,1% w 2021 r., a w 2023 r. obniży się do 9,0%. Głównym czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy jest ryzyko wystąpienia niedoboru gazu w Europie w najbliższych miesiącach. Materializacja tego ryzyka będzie oddziaływała w kierunku wzrostu cen żywności

poprzez wyższe ceny nawozów oraz środków chemicznych wykorzystywanych w przetwórstwie żywności, a w skrajnym scenariuszu również ich ograniczoną dostępność.

## Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej kluczowe dla złotego

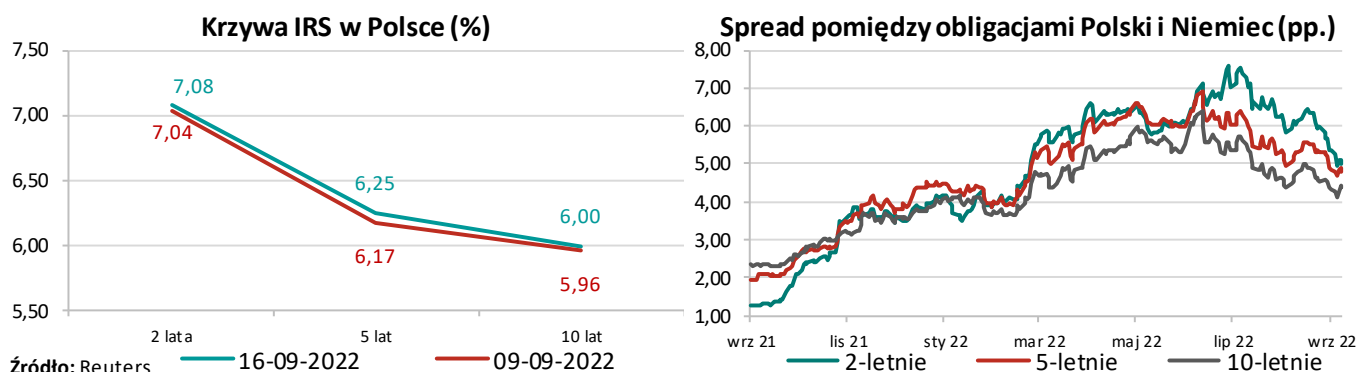


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,7234 (osłabienie złotego o 0,6%).** W ubiegłym tygodniu doszło do osłabienia złotego w ślad za zwiększeniem światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie we wzroście indeksu VIX. Źródłem pogorszenia nastrojów na rynku była publikacja wyższych od konsensusu rynkowego danych o inflacji w USA, która zwiększyła oczekiwania części inwestorów na większą skalę podwyżek stóp procentowych przez Fed.

Ze względu na publikację wspomnianych wyżej danych o inflacji w USA w ubiegłym tygodniu doszło również do umocnienia dolara względem euro. Uwzględniając nasz zrewidowany scenariusz polityki pieniężnej Fed zakładający większy dysparytet stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro, dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w kolejnych miesiącach dojdzie łądnego wzrostu kursu EURUSD do 1,02 na koniec br.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą krajowe dane o produkcji przemysłowej (wtorek), które mogą przyczynić się do lekkiego umocnienia złotego. Przeciwny wpływ mogą mieć natomiast dane o sprzedaży detalicznej w Polsce (środa). W kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty może z kolei oddziaływać zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Uważamy, że pozostałe publikacje danych z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje wpływające na ocenę ryzyka wystąpienia przerw w produkcji na skutek szoku gazowego w Europie, które mogą istotnie osłabić perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.

## Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 7,08 (wzrost o 4pb), 5-letnie do 6,25 (wzrost o 8pb), a 10-letnie do 6,00 (wzrost o 4pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi, który był szczególnie widoczny na krótkim końcu krzywej. Przyczyniła się do niego publikacja wyższych od konsensusu rynkowego danych o inflacji w USA, która nasiliła oczekiwania części inwestorów na większą skalę podwyżek stóp procentowych przez Fed. W piątek doszło do korekty i spadku stawek IRS.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będzie publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej (wtorek), które mogą przyczynić się do wzrostu stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Przeciwny wpływ może mieć natomiast publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej (środa). Uważamy, że w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS będzie oddziaływać zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Przewidziane 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 informacje wpływające na ocenę ryzyka wystąpienia przerw w produkcji na skutek szoku gazowego w Europie, które mogą 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	<b>4,77</b>
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	<b>4,72</b>
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	<b>4,92</b>
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	16,1	
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	9,9	
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		<b>11,5</b>
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		<b>24,4</b>
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		<b>18,2</b>
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		<b>13,8</b>
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		<b>2,5</b>
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		<b>4,9</b>
Saldo ROB (mln EUR)	-527	-1817	-1368	-1269	-2685	-1046	-3787	-4010	-3476	-1485	-1468	-1735		
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	19,9		
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	23,5		

\* 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**
<b>Wtorek 20.09.2022 r.</b>						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	2,3	2,5	2,4
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	15,8	13,8	13,5
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	24,9	24,4	24,5
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	7,6	11,5	9,9
11:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Lipiec	4,2		
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1446	1450	1440
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1685	1601	1610
<b>Środa 21.09.2022 r.</b>						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	18,4	18,2	20,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Sierpień	4,81	4,67	4,70
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	2,50	3,25	3,25
<b>Czwartek 22.09.2022 r.</b>						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	-0,25		0,50
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Wrzesień	1,75		2,25
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	6,2	6,4	6,1
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	-24,9		-26,0
<b>Piątek 23.09.2022 r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	49,1		48,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	49,8		49,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	49,6		48,8
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	48,9		48,2
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Sierpień	4,9	4,9	4,9
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	51,5		51,2

\* 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