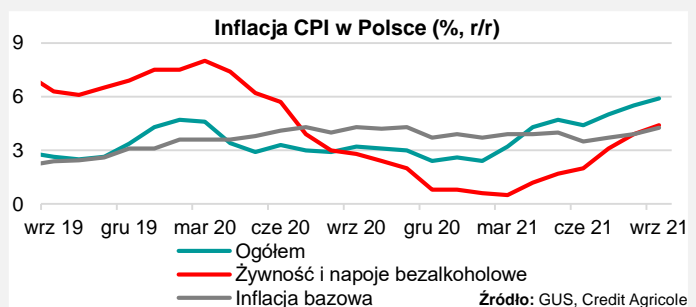


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych w strefie euro i nie zmieni innych parametrów polityki pieniężnej. Uważamy, że zmiany w funkcjonowaniu programu luzowania ilościowego realizowanego przez EBC zostaną ogłoszone dopiero na posiedzeniu w grudniu. Naszym zdaniem, łączna skala programu Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) zostanie wówczas zwiększona o 150 mld EUR do 2000 mld EUR, a jego horyzont czasowy wydłużony do grudnia 2022 r. Na konferencji w tym tygodniu nie poznamy najprawdopodobniej nowych informacji istotnie zmieniających nasz scenariusz w polityce pieniężnej strefy euro. Będzie ona jednak interesująca z punktu widzenia ewentualnych różnic w opiniach poszczególnych przedstawicieli EBC dotyczących kształtowania się perspektyw inflacji w średnim okresie, a tym samym przyszłych decyzji w polityce pieniężnej. Oczekujemy, że konferencja po posiedzeniu będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB zwiększyła się do 2,3% w III kw. z 2,2% w II kw. z uwagi na wygasanie obostrzeń w obszarze wspólnej waluty. W piątek dodatkowych informacji nt. wzrostu gospodarczego w strefie euro dostarczy wstępny szacunek PKB w Niemczech. Oczekujemy, że dynamika PKB zwiększyła się do 3,0% kw/kw w III kw. z -1,6% w II kw. Ponadto prognozujemy, że inflacja HICP w strefie euro zwiększyła się do 3,9% r/r w październiku z 3,4% we wrześniu ze względu na wzrost dynamiki cen paliw i nośników energii oraz wyższą inflację bazową. Uważamy, że publikacja wspomnianych wyżej danych będzie oddziaływała w kierunku lekkiego osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W czwartek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które zgodnie z konsensusem zmniejszyły się we wrześniu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 1,8% w sierpniu. Rynek oczekuje, że inflacja bazowa PCE nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 3,6% r/r. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Zgodnie z konsensusem, indeks zaufania konsumentów Conference Board (110,0 pkt. w październiku z 109 pkt. we wrześniu) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (71,5 pkt. wobec 72,8 pkt.) wskażą na mieszany obraz nastrojów gospodarstw domowych. W tym tygodniu poznamy również wstępny szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego (zannualizowane) tempo wzrostu PKB zmniejszyło się do 3,2% z 6,7% w II kw. z uwagi na efekty wysokiej bazy z II kw. związanej z odmrażaniem gospodarki po wiosennych obostrzeniach. Uważamy, że wpływ publikacji danych z amerykańskiej będzie miał ograniczony wpływ na rynki finansowe.
- W piątek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w październiku do 6,6% r/r wobec 5,9% we wrześniu.** W kierunku szybszego wzrostu cen w październiku oddziaływały wszystkie składowe koszyka inflacyjnego (wyższe dynamiki cen paliw, nośników energii, żywności oraz wyższa inflacja bazowa). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (6,4%), a tym samym jej materializacja byłaby pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Jednocześnie zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji w średnim okresie z uwagi na kształtowanie się cen ropy naftowej na światowym rynku powyżej oczekiwań oraz zapowiedzianą przez rząd podwyżkę akcyzy na wyroby tytoniowe i alkohol z początkiem 2022 r. Prognozujemy, że inflacja ukształtuje się przeciętnie na poziomie 4,9% r/r w



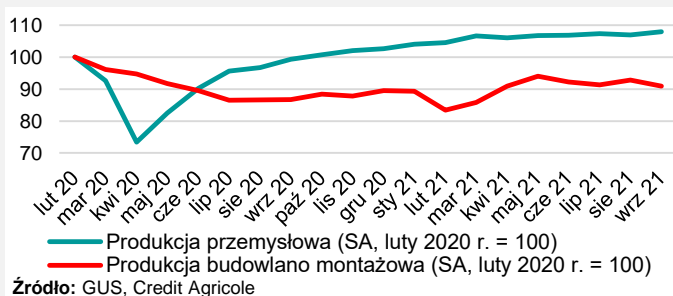
br. (4,8% przed rewizją) i wyniesie 5,5% przeciętnie w 2022 r. (wcześniej 4,9%). Scenariusz ten przewiduje podwyżki cen prądu i gazu w styczniu 2022 r. Wyższa inflacja, która zgodnie z naszymi oczekiwaniami przekroczy granicę 7% w styczniu 2022 r. i ukształtuje się na poziomie 4,0% r/r pod koniec 2022 r. sygnalizuje wzrost prawdopodobieństwa kolejnej podwyżki stóp procentowych na posiedzeniu w listopadzie br.

Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszyła się do 97,7 pkt. w październiku z 98,8 pkt. we wrześniu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi spadek indeksu PMI Composite w Niemczech (patrz poniżej). Publikacja indeksu będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

Na piątek zaplanowana jest aktualizacja ratingu Polski przez agencję Moody's. W maju br. Moody's utrzymał długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A2 ze stabilną perspektywą. W uzasadnieniu decyzji agencja zwróciła uwagę, że rating jest wypadkową kilku czynników: odporności polskiej gospodarki i relatywnie niskiego spadku PKB w trakcie pandemii, dobrej sytuacji w finansach publicznych oraz wyzwań w kontekście ram instytucjonalnych, szczególnie dotyczących niesprzyjających zmian w polskim systemie sądownictwa. Agencja zwróciła wówczas uwagę, że dalsze znaczące pogorszenie sytuacji związanej z praworządnością, które negatywnie wpłynęłoby na klimat biznesowy i skutkowałoby pogorszeniem się relacji z UE, również byłoby czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Oczekujemy, że agencja Moody's nie zmieni ratingu Polski ani jego perspektywy w tym tygodniu, jednak w komunikacie znajdują się fragmenty akcentujące trwający obecnie spór na linii Polska-UE. 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 we wrześniu o 8,8% r/r wobec wzrostu o 13,2% w sierpniu. Główną przyczyną silnego obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy sierpniem a wrześniem były efekty statystyczne w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz wysokiej bazy sprzed roku. Szacujemy, że poziom produkcji przemysłowej we wrześniu był o 7,9% wyższy niż przed wybuchem pandemii (tj. luty ub. r.). W ujęciu sektorowym na szczególną uwagę zasługuje sytuacja w kategoriach o znaczącym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach. Szacujemy, że dynamika produkcji w branżach eksportowych zmniejszyła się we wrześniu do 1,1% r/r wobec 7,8% w sierpniu (najniższy poziom od czerwca 2020 r.), co sygnalizuje, że pozostaje ona pod negatywnym wpływem ograniczeń podaży (por. MAKROpuls z 20.10.2021). Szacujemy, że produkcja w branżach związanych z budownictwem zwiększyła się we wrześniu o 15,0% r/r wobec wzrostu o 24,6% w sierpniu, a w pozostałych branżach (z wyłączeniem kategorii eksportowych i budowlanych) zwiększyła się ona o 12,8% r/r we wrześniu wobec wzrostu o 14,2% w sierpniu i to właśnie te branże stabilizują obecnie aktywność w polskim przemyśle. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji budowlano-montażowej, która zwiększyła się we wrześniu o 4,3% r/r wobec wzrostu o 10,2% w sierpniu. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy sierpniem a wrześniem był wspomniany wyżej efekt



statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się we wrześniu o 2,0% m/m i pozostaje ona nadal wyraźnie niższa niż w lutym 2020 r. (o 9,1%). 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 (por. MAKROpuls z 21.10.2021). Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego ożywienie w budownictwie w kolejnych kwartałach. Istotnym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza ożywienia w budownictwie pozostaje kształtowanie się inwestycji publicznych powiązane z opóźnieniami w zatwierdzeniu Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską. Dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej, w połączeniu z opublikowanymi w tym tygodniu danymi o sprzedaży detalicznej i zatrudnieniu oraz przeciętnym wynagrodzeniu w polskim sektorze przedsiębiorstw stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Polsce zwiększy się w III kw. br. o 4,5% r/r wobec wzrostu o 11,2% w II kw.

➤ **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się we wrześniu o 11,1% r/r wobec wzrostu o 10,7% w sierpniu.** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się we wrześniu o 5,1% r/r wobec wzrostu o 5,4% w sierpniu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku realnej sprzedaży detalicznej był dalszy, silny wzrost cen. Deflator sprzedaży detalicznej zwiększył się we wrześniu do 5,7% r/r wobec 5,0% w sierpniu, osiągając najwyższy poziom w historii szeregu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się we wrześniu o 0,2% m/m, a w rezultacie jej poziom był o 2,8% wyższy niż w lutym 2020 r., a więc w ostatnim miesiącu, w którym pandemia nie wywierała jeszcze istotnego wpływu na sprzedaż. Wrzesień był pierwszym miesiącem, w którym dynamika sprzedaży detalicznej była podbijana przez efekty niskiej bazy związanej z negatywnym wpływem II fali pandemii na aktywność gospodarczą jesienią 2020 r. Efekt ten utrzyma się w najbliższych miesiącach. Czynnikiem ograniczającym wzrost sprzedaży będzie natomiast pogorszenie nastrojów konsumenckich (por. MAKROpuls z 21.10.2021). Tym samym oczekujemy, że dynamika realnej sprzedaży detalicznej wkrótce ponownie ukształtuje się powyżej granicy 6% r/r.

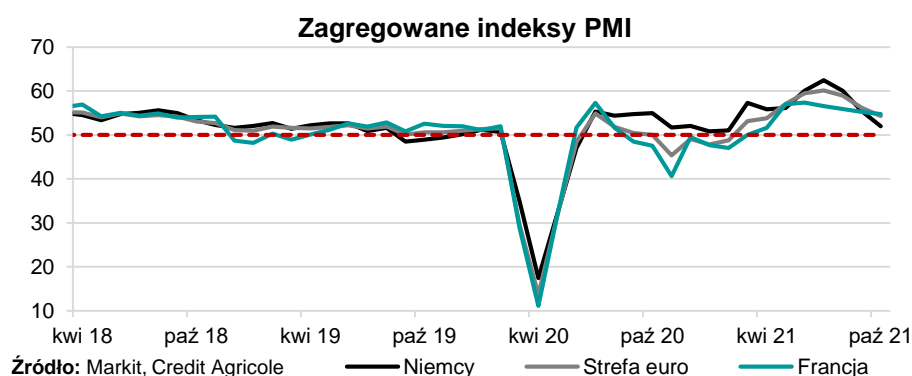
➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się we wrześniu do 8,7% r/r wobec 9,5% w sierpniu.** W kierunku obniżenia dynamiki wynagrodzeń pomiędzy sierpniem a wrześniem oddziaływały efekty statystyczne w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz wysokiej bazy sprzed roku. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym wraz z poprawą sytuacji na rynku pracy będziemy mieć do czynienia ze stopniowym narastaniem presji płacowej. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się we wrześniu do 0,6% r/r wobec 0,9% w sierpniu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i nieznacznie naszej prognozy (0,7%). Przyczyną znaczącego spadku rocznej dynamiki zatrudnienia był przede wszystkim silny efekt wysokiej bazy sprzed roku, związany z szybką odbudową zatrudnienia po pierwszej fali pandemii. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się we wrześniu o 4,8 tys. osób wobec spadku o 9,7 tys. w sierpniu, co było najsilniejszym spadkiem zatrudnienia we wrześniu od 2012 r. Spadek zatrudnienia we wrześniu sprawił, że jego poziom był o 98,7 tys. osób niższy niż przed wybuchem pandemii, tj. w lutym 2020 r. Naszym zdaniem, obniżenie zatrudnienia we wrześniu mogło być w pewnym stopniu kontynuacją procesu dostosowywania zatrudnienia w firmach korzystających z tarczy finansowej obwarowanej warunkiem utrzymania zatrudnienia w okresie korzystania z pomocy, a także redukcji liczby etatów z uwagi na niepewność związaną z przebiegiem IV fali pandemii, pogorszenie się perspektyw gospodarczych na świecie oraz utrzymujące się ograniczenia podaży (por. MAKROpuls z 22.10.2021). Realna dynamika funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) obniżyła się we wrześniu do 3,3% r/r wobec 4,7% w sierpniu. Tym samym ukształtowała się na najniższym poziomie od marca br. Spowolnienie wzrostu realnego funduszu płac (do 4,4% r/r

w III kw. wobec 7,5% w II kw.) jest spójne z naszą prognozą zakładającą, że dynamika konsumpcji obniży się w III kw. do 3,5% r/r wobec 13,1% w II kw.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 290 tys. wobec 296 tys. dwa tygodnie temu (rewizja w górę z 293 tys.), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (300 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków obniżyła się do 2,6 mln wobec 2,7 mln. Bezpośrednio przed wybuchem pandemii liczba kontynuowanych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wynosiła 1,7 mln. Dane wskazują tym samym, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy stopniowo poprawia się, choć nadal znajduje się on daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się we wrześniu do -1,3% wobec -0,1% w sierpniu (rewizja w dół z 0,4%), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,2%). W kierunku jej obniżenia oddziaływała niższa dynamika produkcji we wszystkich jej głównych kategoriach: dostarczaniu mediów, górnictwie oraz przetwórstwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się we wrześniu do 75,2% wobec 76,2% w sierpniu i tym samym nadal pozostaje poniżej poziomów sprzed pandemii (ok. 77%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. pozwoleń na budowę (1589 tys. we wrześniu wobec 1721 tys. w sierpniu), rozpoczętych budów (1555 tys. wobec 1580 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,3 mln wobec 5,9 mln), które na ogół wskazały na obniżenie aktywności amerykańskim budownictwie mieszkaniowym, podczas gdy popyt na domy pozostaje silny. Niższa aktywność w budownictwie częściowo wynika z barier podaży. Na pogorszenie sytuacji w przetwórstwie wskazał z kolei regionalny wskaźnik koniunktury Philadelphia Fed, który zmniejszył się w październiku do 23,8 pkt. wobec 30,7 pkt. we wrześniu. 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 6,6% 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%.

✓ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w październiku do 54,3 pkt. wobec 56,2 pkt. we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (55,2 pkt.).** Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak również bieżącej produkcji w przetwórstwie. Spadek indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny. Pogorszenie koniunktury odnotowano w Niemczech, Francji i pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Zagregowany indeks PMI w strefie euro ukształtował się na najniższym poziomie od kwietnia 2021 r. Ponadto, zmniejszył się on w październiku wyraźnie względem przeciętnej wartości odnotowanej w III kw. br. (58,4 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy zakładającej spowolnienie przyspieszenie wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty z 2,3% kw/kw w III kw. do 1,1% w IV kw. br. (patrz poniżej).

Barierzy podażowe hamują wzrost w strefie euro

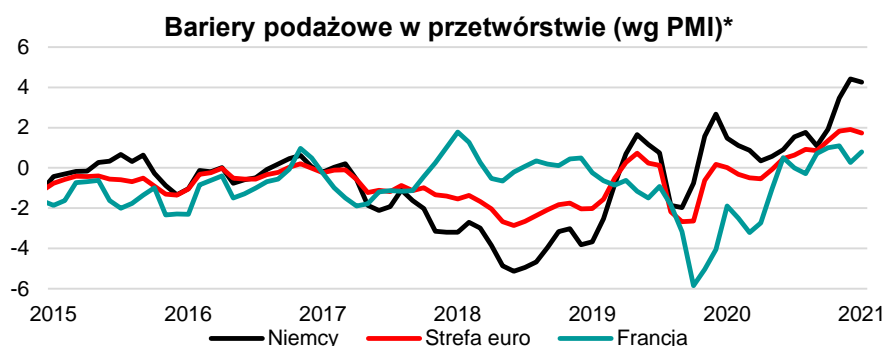


Źródło: Markit, Credit Agricole

— Niemcy — Strefa euro — Francja

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w październiku do 54,3 pkt. wobec 56,2 pkt. we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (55,2 pkt.). Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak również

bieżącej produkcji w przetwórstwie. Spadek indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny. Pogorszenie koniunktury odnotowano w Niemczech, Francji i pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Zagregowany indeks PMI w strefie euro ukształtował się na najniższym poziomie od kwietnia 2021 r. Ponadto, zmniejszył się on w październiku wyraźnie względem przeciętnej wartości odnotowanej w III kw. br. (58,4 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy zakładającej spowolnienie przyspieszenie wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty z 2,3% kw/kw w III kw. do 1,1% w IV kw. br.



Źródło: Markit, Credit Agricole

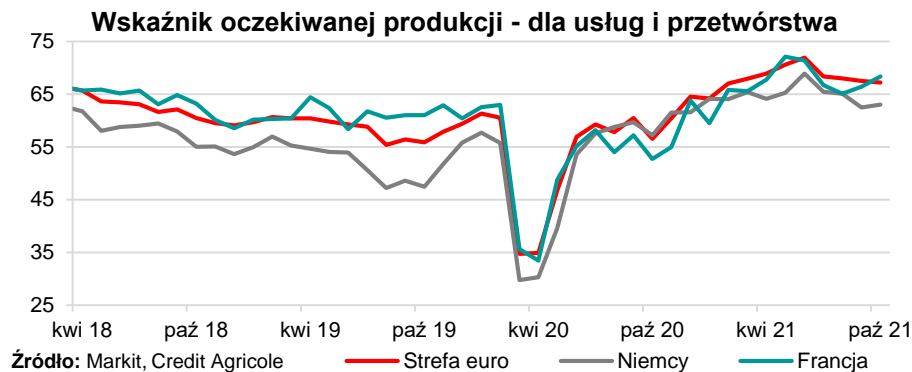
*nowe zamówienia – bieżąca produkcja, 3m średnia ruch.

Czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy w strefie euro były nasilające się bariery podażowe. Problem ten dotyczył głównie przetwórstwa przemysłowego, chociaż firmy usługowe również raportowały, że stykają się z nim w coraz większym stopniu. W przypadku usług, ograniczenia podażowe były głównie powiązane z niewystarczającą liczbą

pracowników do obsługi zaległych i napływających zamówień, co przyczyniło się do najszybszego wzrostu zatrudnienia w tym sektorze od lipca 2007 r. Ograniczenia podażowe w przetwórstwie obejmują natomiast dużo szerszy zakres problemów – niewystarczającą ilość surowców, komponentów, półproduktów, jak również zbyt małe moce przerobowe w transporcie, w tym niewystarczającą liczbę kontenerów. Skalę narastania ograniczeń podażowych w przetwórstwie można pokazać za pomocą różnicy pomiędzy składowymi PMI dotyczącymi nowych zamówień ogółem i bieżącej produkcji (por. wykres). Taki wskaźnik w uproszczeniu informuje o ile szybciej – z miesiąca na miesiąc – rosną zamówienia od produkcji. Ukształtował się on w październiku na wysokim na tle historycznym poziomie w całej strefie euro, w tym w przede wszystkim w Niemczech. Bezpośrednimi efektami narastających barier podażowych w przetwórstwie strefy euro były wydłużenie czasu dostaw, dalszy wzrost zaległości produkcyjnych oraz najszybszy w historii badań wzrost cen środków produkcji, jak również wyrobów końcowych. Warto zwrócić uwagę, że co najmniej 90% firm przetwórczych zasygnalizowało wzrost cen środków produkcji w październiku, a co najmniej 72% wzrost cen wyrobów gotowych.

Ponadto, w październikowych raportach PMI znalazły się inne odniesienia do konkretnych problemów zgłaszanych przez przedsiębiorstwa w przetwórstwie. W szczególności zwrócono uwagę, że aktywność w sektorze motoryzacyjnym strefy euro odnotowała najsilniejszy spadek na tle innych branż. Jako główny czynnik odpowiadający za ten fakt firmy wskazywały na braki półprzewodników. We Francji, opóźnienia w dostawie surowców i półproduktów skłoniły część klientów do odwołania lub odłożenia w czasie swoich

zamówień. Bariery podażowe w tym kraju były na tyle poważne, że doprowadziły do pierwszego od stycznia br. spadku produkcji w przetwórstwie ujęciu m/m.

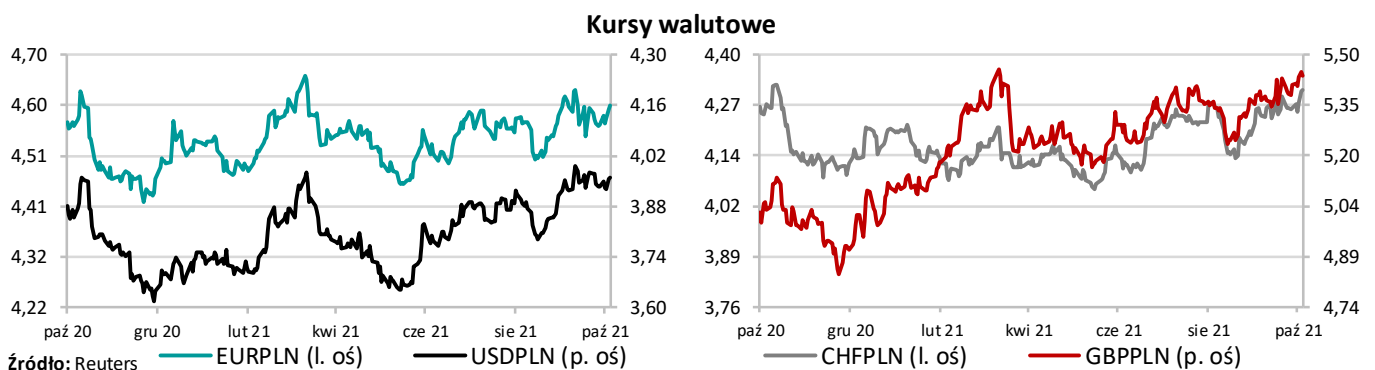


Ograniczenia podażowe doskwierają przedsiębiorstwom nie tylko w czasie rzeczywistym, ale były w październiku wymieniane przez firmy jako ważny czynnik ryzyka dla koniunktury w przyszłości. Wskaźnik oczekiwanej produkcji za 12 miesięcy (zagregowany dla przetwórstwa i usług) w strefie euro osiągnął w październiku najniższy poziom od lutego 2021 r. Firmy

przetwórcze obawiają się również, że kolejna fala pandemii może nasilić obserwowane obecnie zaburzenia w łańcuchach dostaw. Z kolei firmy sektora usługowego zwracają uwagę, że po sezonowym wzroście aktywności w miesiącach letnich, obecnie obserwują one osłabienie popytu w niektórych branżach (m.in. turystyka, rekreacja) z uwagi na obawy przed kolejną falą pandemii i najprawdopodobniej utrzyma się ono w kolejnych miesiącach.

Ubiegłotygodniowe dane o koniunkturze wskazują pogorszenie się perspektyw kształtowania się popytu zarówno w Niemczech, jak i w całej gospodarce strefy euro. Istotnym ryzykiem w dół dla wzrostu gospodarczego w strefie euro i Polsce pozostaje niepewność związana z przebiegiem kolejnej fali pandemii. Stanowi to wsparcie dla naszego zrewidowanego scenariusza (por. MAKROmapa z 4.10.2021) zakładającego spowolnienie wzrostu PKB w Polsce do 4,7% r/r w 2021 r. z 4,9% w 2020 r.

Krajowe dane o inflacji mogą umocnić złotego

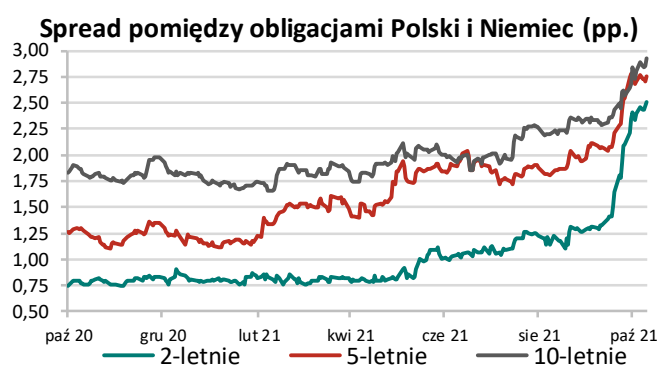
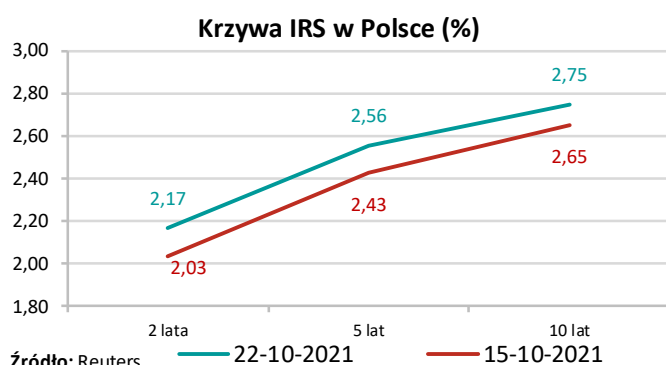


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6036 (osłabienie złotego o 0,8%). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego, co w znacznym stopniu wynikało z eskalacji sporu na linii Polska-UE i utrzymującej się niepewności ze względu na opóźniające się zatwierdzenie Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską. Publikacje licznych krajowych danych (o zatrudnieniu i przeciętym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej) nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia z kontynuacją osłabienia dolara względem euro (por. MAKROmapa z 18.10.2021). Wzrostowi kursu EURUSD sprzyja obniżenie światowej awersji do ryzyka. Wsparcie dla takiej oceny stanowią odnotowane zmiany indeksu VIX, który w ostatnich tygodniach utrzymywał się w trendzie spadkowym.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane ze strefy euro (pierwszy szacunek PKB, wstępna inflacja), których sumaryczny wpływ może być negatywny dla kursu polskiej waluty. Przeciwny wpływ może mieć natomiast publikacja wstępnych krajowych danych o inflacji. Posiedzenie EBC, a także publikacje danych z USA (pierwszy szacunek PKB, indeks Conference Board, inflacja PCE, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) i Niemiec (indeks Ifo) będą naszym zdaniem neutralne dla kursu złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Krajowe dane o inflacji w centrum uwagi rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 2,17 (wzrost o 14 pb), 5-letnie do 2,56 (wzrost o 13 pb), a 10-letnie do 2,75 (wzrost o 10 pb). W zeszłym tygodniu doszło do dalszego wzrostu stawek IRS, w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy). W kierunku zwiększenia stawek IRS oddziałują oczekiwania inwestorów na zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne w obliczu utrzymującej się podwyższonej inflacji. Lokalnie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu stawek IRS jest eskalacja konfliktu na linii Polska-UE. W ubiegłym tygodniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję zamiany długu na której odkupiło obligacje zapadające w 2022 r. za 4,0 mld PLN i sprzedało obligacje o 3-, 5- i 10-letnich terminach zapadalności za 4,2 mld PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane ze strefy euro (pierwszy szacunek PKB, wstępna inflacja). Uważamy, że mogą one doprowadzić do wzrostu stawek IRS. W kierunku zwiększenia stawek IRS będzie również oddziaływać publikacja wstępnych krajowych danych o październikowej inflacji. Posiedzenie EBC, a także publikacje danych z USA (pierwszy szacunek PKB, indeks Conference Board, inflacja PCE, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) i Niemiec (indeks Ifo) nie będą miały istotnego wpływu na krzywą. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	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	paź 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	0,50
Kurs EURPLN*	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	4,60
Kurs USDPLN*	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,97
Kurs CHFPLN*	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,22
Inflacja CPI (r/r, %)	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,3	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,6	13,3	8,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,2	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	5,9	5,8	5,8	5,7	
Saldo ROB (mln EUR)	1417	1550	1298	751	2034	652	71	1269	-531	-378	-1551	-1686		
Eksport (r/r, %, EUR)	8,3	5,8	12,4	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	19,4		
Import (r/r, %, EUR)	3,8	-2,4	6,2	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	32,9		

* 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)	-0,8	11,2	4,5	5,1	4,5	4,8	4,5	4,8	-2,5	4,9	4,7	
Konsumpcja (% r/r)	0,1	13,1	3,5	3,0	3,1	3,0	3,1	3,2	-3,0	4,7	3,1	
Inwestycje (% r/r)	1,7	5,6	7,6	13,5	6,2	5,7	7,8	7,0	-9,0	8,0	6,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,3	29,2	15,4	8,1	7,0	7,5	7,3	7,5	0,1	13,9	7,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	10,3	34,5	18,0	9,3	8,1	7,9	8,0	8,0	-1,2	17,2	8,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,1	7,4	2,1	1,5	1,9	1,7	1,8	1,5	-1,8	2,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,8	1,2	2,9	0,8	0,8	1,3	1,6	-1,7	1,3	1,1
	Eksport netto (pp.)	-1,9	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,7	-0,7	0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	2,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	2,9	1,7	1,5	
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	5,5	6,8	6,9	5,9	5,1	4,1	3,4	4,9	5,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	0,88	0,88	0,88	0,88	0,96	0,21	0,88	0,96	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,10	0,50	0,75	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,60	4,57	4,50	4,45	4,40	4,55	4,60	4,40	
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	3,90	3,87	3,75	3,71	3,64	3,73	3,90	3,64	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 25.10.2021 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	5,8	5,7	5,7
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	98,8	97,7	97,8
Wtorek 26.10.2021 r.						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Sierpień	1,5		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	740		763
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	-3,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	109,3		110,0
Środa 27.10.2021 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	7,9		7,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	1,8		-0,2
Czwartek 28.10.2021 r.						
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	0,00	0,00	0,00
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	4,1	4,5	4,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	290		
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	6,7		3,2
Piątek 29.10.2021 r.						
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	1,6	3,0	2,2
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Październik	5,9	6,6	6,4
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	III kw.	2,2	2,3	1,9
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	3,4	3,9	3,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Wrzesień	0,4		
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Wrzesień	4,3		
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Wrzesień	3,6		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Październik	64,7		64,6
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	71,4		71,5

* 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