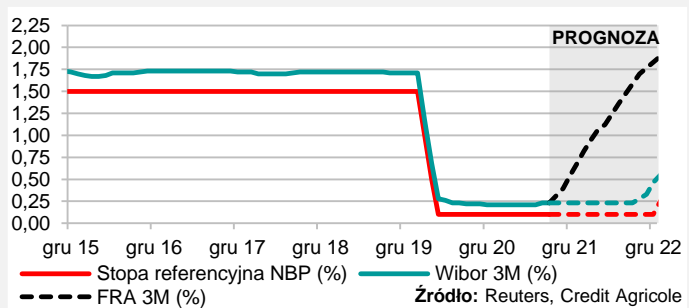


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP nie zmieni stóp procentowych i nie zmodyfikuje działań niestandardowych narzędzi w polityce pieniężnej (m.in. prowadzonych operacji strukturalnych).

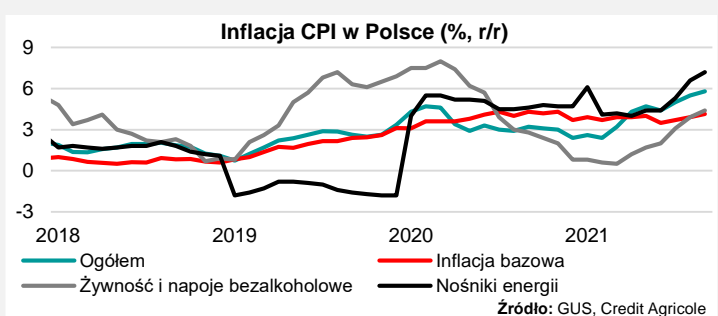
Uważamy, że treść komunikatu zostanie utrzymana w gołębim tonie. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Rada będzie starała się ostudzić oczekiwanie rynkowe na podwyżki stóp procentowych pomimo inflacji kształtującej się we wrześniu wyraźnie powyżej celu inflacyjnego i ścieżki przedstawionej w lipcowej projekcji NBP. W uzasadnieniu dla utrzymywania status quo w polityce pieniężnej w tym tygodniu zapewne zwrócona zostanie uwaga na znaczący wpływ szoków podaźowych (będących poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej) oraz niepewność dotyczącą wpływu IV fali pandemii COVID-19 na aktywność gospodarczą. W przypadku materializacji nakreślonego powyżej scenariusza bazowego, gołębi wydźwięk komunikatu po posiedzeniu będzie oddziaływał w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji. Dostrzegamy jednak ryzyko materializacji scenariusza alternatywnego, w którym Rada zasygnalizuje w komunikacie możliwość rozważenia dostosowania polityki pieniężnej w listopadzie. Taka zmiana retoryki RPP na bardziej jastrzębią byłaby pozytywna dla kursu złotego i rentowności obligacji. Więcej szczegółów dotyczących perspektyw polityki pieniężnej poznamy w trakcie konferencji prezesa NBP.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA. Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 475 tys. osób we wrześniu wobec wzrostu o 235 tys. w sierpniu, przy jednoczesnym zmniejszeniu stopy bezrobocia do 5,0% we wrześniu wobec 5,2% w sierpniu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 413 tys. we wrześniu wobec 375 tys. w sierpniu). Dane o zatrudnieniu w USA będą istotne z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej w USA, w tym przede wszystkim terminu rozpoczęcia wygaszania programu skupu aktywów (*tapering*, por. MAKROmapa z 27.09.2021). Jeśli dane ukształtują się zgodnie z naszymi oczekiwaniami (tj. blisko konsensusu rynkowego) ich publikacja USA powinny być neutralne dla rynków finansowych. Uważamy, że jedynie znacząco słabszy od konsensusu odczyt może nasilić oczekiwanie rynkowe na późniejszy start *taperingu*, co byłoby pozytywne dla kursu złotego i cen polskiego długu. Obecnie oczekujemy, że *tapering* zostanie rozpoczęty w listopadzie br.







W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 5,8% r/r wobec 5,5% w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (5,5%) oraz naszej prognozy (5,6%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające




Inflacja zbliży się do 7%

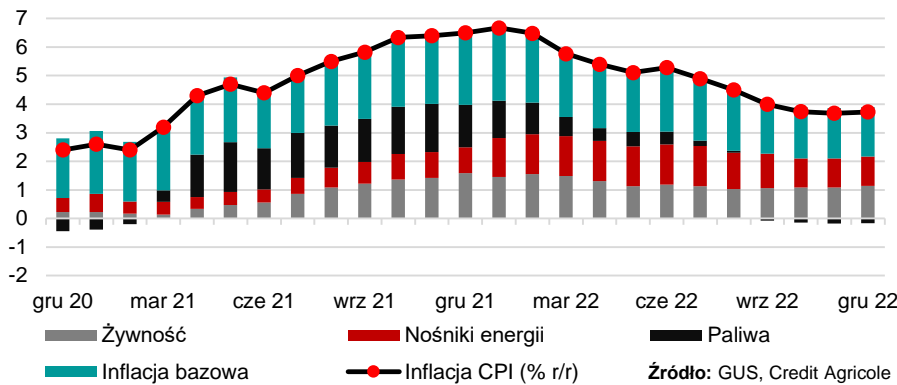
informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki żywności i napojów bezalkoholowych (4,4% r/r we wrześniu wobec 3,9% w sierpniu), nośników energii (7,2% wobec 6,6%), paliw (28,6% wobec 28,0%), a także inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się we wrześniu do 4,1% r/r wobec 3,9% w sierpniu. Wrześniowe dane stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy, zgodnie z którą inflacja CPI w Polsce zwiększy się w 2021 r. do 4,8% r/r wobec 3,4% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie do 4,9%. (patrz poniżej.)

-  **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się we wrześniu do 53,4 pkt. wobec 56,0 pkt. w sierpniu.** Tym samym indeks obniżył się już trzeci miesiąc z rzędu i ukształtował się na najniższym poziomie od lutego br. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miało nieznaczne wydłużenie czasu dostaw. Struktura danych wskazała na wyraźne spowolnienie wzrostu produkcji przy jednoczesnym silnym wzroście cen. Sugeruje to, że mamy obecnie do czynienia ze stagflacją w polskim przetwórstwie (por. MAKROpuls z 01.10.2021). Średnia wartość indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszyła się w III kw. do 55,6 pkt. wobec 56,8 pkt. w II kw. Spowolnienie aktywności w polskim przetwórstwie będzie miało negatywny wpływ na dynamikę produkcji przemysłowej w najbliższych miesiącach.
-  **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się we wrześniu do 3,4% r/r wobec 3,0% w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (3,3%) i poniżej naszej prognozy (3,5%).** Do zwiększenia inflacji przyczyniły się przede wszystkim wyższe dynamiki cen usług oraz nośników energii. Inflacja bazowa zwiększyła się we wrześniu do 1,9% r/r wobec 1,6% w sierpniu, co jest jej najwyższym poziomem od października 2008 r. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego wzrostu inflacji, która w listopadzie osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 4,0% r/r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2021 r. inflacja będzie równa średniorocznie 2,4% r/r wobec 0,3% w 2020 r. i pozostanie na tym poziomie również w 2023 r.
-  **Indeks Caixin dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 50,0 pkt. wobec 49,2 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (50,0 pkt.).** Tym samym indeks ukształtował się na granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień oraz bieżącej produkcji), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost indeksu dla nowych zamówień ogółem, przy jednoczesnym spadku indeksu dla nowych zamówień eksportowych. Wskazuje to, że źródłem poprawy sytuacji w chińskim przetwórstwie był silniejszy popyt wewnętrzny, podczas gdy spowolnienie aktywności w światowym handlu, związane w znacznym stopniu z barierami podażowymi, pogłębia się. Na pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast opublikowany w ubiegłym tygodniu indeks CFLP PMI, który zmniejszył się we wrześniu do 49,6 pkt. wobec 50,1 pkt. w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,1 pkt.). Uważamy, że w kolejnych miesiącach chińskie przetwórstwo będzie pod coraz większym wpływem kryzysu energetycznego w Chinach (wyłączeń prądu), który może doprowadzić do silnego wzrostu kosztów produkcji, a w skrajnych przypadkach do jej wstrzymania w niektórych zakładach. Kryzys energetyczny wynika z działań chińskiego rządu mających na celu ograniczenie zużycia energii elektrycznej, szczególnie przez najbardziej energochłonne gałęzie przemysłu, a także z niedoboru energii związanego z brakiem optymalności jej produkcji (ceny energii w Chinach są regulowane przez rząd i nie nadążają one obecnie za silnym wzrostem cen węgla). W konsekwencji dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym tempo wzrostu gospodarczego w Chinach w 2021 r. wyniesie 8,3% r/r wobec 2,3% w 2020 r., a w 2022 r. obniży się do 5,5%.
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z trzecim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w II kw.

zostało zrewidowane w górę do 6,7% wobec 6,6% w drugim szacunku. Złożyły się na to wyższe wkłady konsumpcji prywatnej (7,92 pp. w trzecim szacunku wobec 7,80 pp. w drugim szacunku), eksportu netto (-0,18pp. wobec -0,24 pp.) i zapasów (-1,26 pp. wobec -1,30 pp.) oraz niższe wkłady wydatków rządowych (-0,36 pp. wobec -0,33 pp.) i inwestycji (0,61 pp. wobec 0,63 pp.). Tym samym dane potwierdziły, że głównym źródłem wzrostu PKB w II kw. była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. inflacji PCE, która zwiększyła się w sierpniu do 4,3% r/r wobec 4,2% w lipcu. Jednocześnie inflacja bazowa PCE nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 3,6% r/r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w sierpniu o 1,8% m/m wobec wzrostu o 0,5% w lipcu (rewizja w górę z -0,1%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w sierpniu do 0,2% wobec 0,7% w lipcu (rewizja w dół z 0,8%). Tym sam wielkość zamówień na dobra trwałe w USA była w sierpniu już o 14,1% wyższa niż w lutym 2020 r., czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na zamówienia. Z kolei wielkość zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty była w sierpniu już o 18,8% wyższa niż w lutym 2020 r., co wskazuje na perspektywę ożywienia inwestycji w USA w kolejnych miesiącach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku pracy. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 362 tys. wobec 351 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (333 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków nie zmieniła się i wyniosła 2,8 mln. Dane wskazują tym samym, że amerykański rynek pracy, mimo obserwowanego w ostatnich kwartałach ożywienia, nadal znajduje się daleko od równowagi. Na nieznaczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się we wrześniu do 72,8 pkt. wobec 70,3 pkt. w sierpniu i 71,0 pkt. we wstępnym szacunku. Na pogorszenie koniunktury konsumenckiej wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się we wrześniu do 109,3 pkt. wobec 115,2 pkt. w sierpniu (rewizja w górę z 113,8 pkt.), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (114,4 pkt.). Obniżenie indeksu wynikało ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Nastroje gospodarstw domowych pozostają pod wpływem wysokiej inflacji, słabnącego efektu wypłat środków w ramach pakietu fiskalnego Bidena, a także IV fali pandemii (por. COVID Dashboard). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks ISM dla przetwórstwa, który zwiększył się we wrześniu do 61,1 pkt. wobec 59,9 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (59,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla czasu dostaw, zapasów i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla bieżącej produkcji. Wkład składowej dla nowych zamówień nie zmienił się we wrześniu w porównaniu do sierpnia. Dane wskazują na dalsze wydłużenie czasu dostaw odzwierciedlające utrzymujące się bariery podażowe w amerykańskim przetwórstwie związane z niedoborem niektórych surowców i półproduktów, co oddziałuje w kierunku wzrostu cen. 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%.

 **Agencja Standard & Poor's nie opublikowała w ubiegłym tygodniu nowego raportu w sprawie ratingu Polski, utrzymując tym samym długookresowy rating na poziomie A- z perspektywą stabilną.** Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Inflacja zbliży się do 7%



Publikacje danych o inflacji konsekwentnie zaskakiwały w górę w ostatnich miesiącach. Choć inflacja osiągnęła we wrześniu poziom już prawie 6% r/r (patrz poniżej), uważamy, że to nie koniec jej wzrostów. Oczekujemy, że na przełomie lat 2021 i 2022 zbliży się ona do 7%, a średniorocznie wyniesie 4,8% w 2021 r. (wobec 4,4% przed rewizją) i 4,9% w 2022 r.

(poprzednio 3,3%). Poniżej przedstawimy nasz zrewidowany scenariusz inflacyjny na lata 2021-2022.

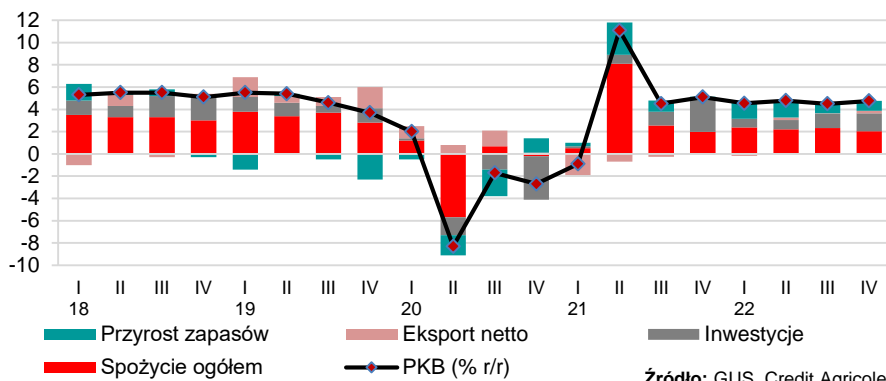
Po pierwsze, zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę cen żywności. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” zmniejszy się w 2021 r. do 2,8% r/r wobec 4,8% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie do 4,4% r/r. Prognozujemy, że kolejne miesiące przyniosą dalszy wzrost dynamiki cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe”, która w grudniu br. najprawdopodobniej osiągnie swoje maksimum lokalne zbliżając się do poziomu 6% r/r. Wzrost dynamiki cen będzie miał szeroki zakres produktowy i zostanie odnotowany m.in. w przypadku kategorii „pieczywo i produkty zbożowe”, „mięso”, „mleko, sery i jaja”, „oleje i tłuszcze” oraz „owoce” i „warzywa”. Początek 2022 r. przyniesie nieznaczne obniżenie dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych ze względu na efekty wysokiej bazy sprzed roku związane z podatkiem cukrowym oraz ptasią grypą. Ze względu na obserwowany obecnie bardzo silny wzrost cen nawozów mineralnych, będących m.in. efektem rosnących cen gazu uważamy, że 2022 r. nie przyniesie wyraźnej odbudowy światowych zapasów zbóż i roślin oleistych. To wskazuje na niskie prawdopodobieństwo spadku cen pasz w przyszłym roku. W konsekwencji uważamy, że dynamika cen w kategoriach „pieczywo i produkty zbożowe”, „mięso”, „mleko, sery i jaja” oraz „oleje i tłuszcze” utrzyma się na podwyższonym poziomie w całym horyzoncie prognozy. Ponadto potwierdzone w ubiegłym tygodniu przez GUS słabsze tegoroczne zbiory warzyw, w tym ziemniaków będą oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki cen warzyw w I poł. 2022 r. Dlatego uważamy, że choć w kolejnych kwartałach 2022 r. dynamika cen żywności będzie się stopniowo obniżać, to istnieje niskie prawdopodobieństwo, aby w całym horyzoncie prognozy spadła ona poniżej poziomu 3% r/r. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszego scenariusza cen żywności są warunki agrometeorologiczne w Polsce i na świecie, a także kształtowanie się cen nośników energii.

Drugim czynnikiem uzasadniającym podniesienie ścieżki inflacji są oczekiwane podwyżki cen administrowanych. We wrześniu Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził nową taryfę na dostarczanie gazu, co oznacza podwyżki rachunków dla gospodarstw domowych o ok. 7,4%. Dodatkowo z początkiem nowego roku należy oczekiwać podwyżek cen prądu o co najmniej kilkanaście procent z uwagi na wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ oraz silny wzrost cen węgla. Ponadto, z początkiem roku poznamy nowe taryfy (zapewne wyższe o ok. 10%) na dostarczanie wody i odbiór ścieków.

Po trzecie, ceny ropy na światowym rynku kształtują się obecnie powyżej naszych wcześniejszych oczekiwań, co w połączeniu ze słabszym kursem złotego względem dolara skłoniło nas do podwyższenia ścieżki dynamiki cen paliw. Należy pamiętać, że wyższe ceny paliw (jak również innych nośników energii – gazu, prądu) podbijają inflację nie tylko w sposób bezpośredni, ale również podlegają transmisji do innych kategorii poprzez wzrost kosztów produkcji.

Inflacja zbliży się do 7%

Na podstawie wstępnych wrześniowych danych szacujemy, że inflacja bazowa ukształtowała się na poziomie 4,1% r/r. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach pozostanie ona w trendzie wzrostowym i osiągnie lokalne maksimum równe 4,5% na przełomie lat 2021 i 2022. Szybki wzrost cen będzie wspierany przez ograniczenia podażowe, realizację odłożonego popytu przez gospodarstwa domowe, podwyżki cen przez firmy ukierunkowane na rekompensatę utraconych obrotów w trakcie *lockdownu* oraz podwyżki niektórych cen administrowanych (woda, ciepło). Z uwagi na efekty wysokiej bazy inflacja bazowa zacznie się obniżać począwszy od I kw. 2022 r. i ukształtuje się w okolicach 3% na koniec przyszłego roku. Czynnikiem ograniczającym spadek inflacji będzie relatywnie szybki wzrost nominalnych wynagrodzeń.

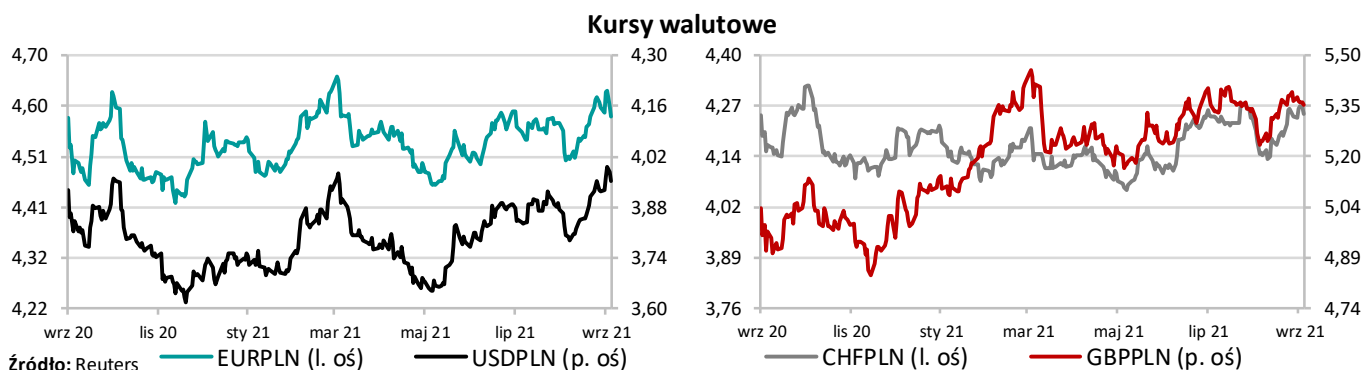


Zrewidowaliśmy również naszą prognozę wzrostu gospodarczego. Oczekujemy, że dynamika PKB wyniesie 4,9% w br. (wobec 5,3% przed rewizją) i 4,7% w 2022 r. (4,9%). Głównym argumentem na rzecz rewizji jest wyraźnie wyższa inflacja, która będzie oddziaływała w kierunku spadku realnej siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i obniżenia dynamiki

konsumpcji. Ponadto, niepewność związana z przebiegiem IV fali pandemii oraz intensywnością obstrzeżeń wprowadzonych przez rząd będzie oddziaływała w kierunku pogorszenia nastrojów konsumenckich, co dodatkowo pogłębi spowolnienie wzrostu spożycia prywatnego w najbliższych miesiącach. Obserwowane obecnie opóźnienia w przyjęciu Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską skłoniły nas do obniżenia prognozowanej ścieżki inwestycji ogółem. Uważamy, że wykorzystanie środków z KPO w 2022 r. będzie mniejsze niż zakładaliśmy wcześniej i jego pozytywny wpływ na nakłady brutto na środki trwałe i wzrost gospodarczy będzie skoncentrowany w II poł. roku. Ponadto czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy będą utrzymujące się bariery podażowe w polskim i światowym przetwórstwie, które istotnie ograniczają możliwości produkcyjne przedsiębiorstw (por. MAKROPuls z 01.10.2021). Obserwowane obecnie szoki podażowe będą oddziaływały naszym zdaniem w kierunku pogorszenia klimatu inwestycyjnego, co będzie miało negatywny wpływ na inwestycje przedsiębiorstw. Jednocześnie w naszym nowym scenariuszu uwzględniliśmy oczekiwany wpływ proponowanych przez Prawo i Sprawiedliwość zmian w ramach Polskiego Ładu na tempo wzrostu gospodarczego w 2022 r. Zgodnie z naszymi wstępnymi szacunkami, postulowane zmiany w systemie podatkowym będą oddziaływały w kierunku wzrostu dynamiki konsumpcji i PKB o odpowiednio 0,6 pkt. proc. i 0,3 pkt. proc. co ograniczyło skalę rewizji w dół tempa wzrostu gospodarczego.

Biorąc pod uwagę, że za wzrost inflacji w dużej mierze odpowiadają szoki podażowe (wzrost cen paliw, żywności, opłat za wywóz śmieci i cen nośników energii) uważamy, zgodnie z wcześniejszą retoryką A. Glapińskiego, że RPP nie zdecyduje się na podwyżki stóp procentowych w najbliższych kwartałach. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym RPP nie zmieni stóp procentowych do końca 2022 r. Uważamy, że jeśli – zgodnie z naszą prognozą – przewidywana w listopadowej projekcji NBP inflacja obniży się do poziomu zbliżonego do 3,5% w IV kw. 2022 r., to większość członków Rady będzie niechętna zacieśnianiu polityki pieniężnej. Dodatkowym argumentem na rzecz utrzymywania status quo w polityce pieniężnej są mniej korzystne (niż kilka miesięcy temu) perspektywy wzrostu gospodarczego, w tym obserwowane tendencje stagflacyjne w przetwórstwie. Pierwszej podwyżki stopy referencyjnej z 0,10% do 0,25% oczekujemy w styczniu 2023 r. Nadal dostrzegamy ryzyko materializacji scenariusza, w którym silniejsza presja płacowa i inflacyjna (większe znaczenie czynnika popytowego jako źródła podwyższonej inflacji), a w konsekwencji wolniejszy powrót inflacji w kierunku celu w 2022 r., skłonią Radę do jednorazowej podwyżki (mimo wcześniejszego wykluczenia takiego scenariusza przez prezesa NBP) lub rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

Posiedzenie RPP negatywne dla złotego

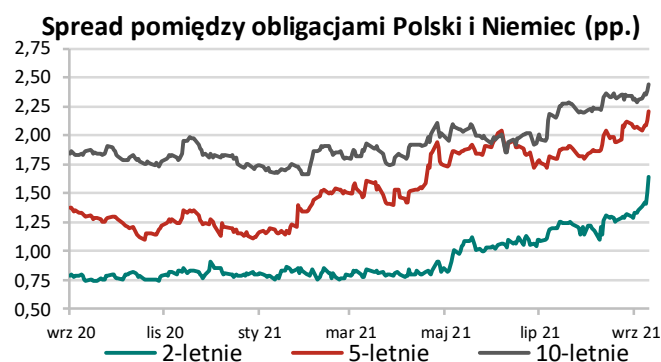
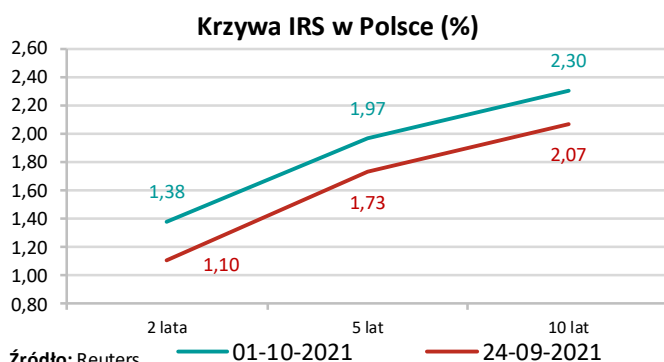


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5847 (umocnienie złotego o 0,4%). W pierwszej części tygodnia obserwowane było znaczące osłabienie złotego, czemu sprzyjała podwyższona światowa awersja do ryzyka odzwierciedlana wzrostem indeksu VIX. Lokalnie czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego jest również narastający dysparytet stóp procentowych w regionie (stabilizacja stóp procentowych w Polsce przy ich wzroście w Czechach i na Węgrzech). W czwartek doszło umocnienia złotego w reakcji na publikację *Minutes* z wrześniowego posiedzenia RPP. Jego treść wskazywała, że rośnie grupa członków Rady opowiadających się za podwyżkami stóp procentowych w Polsce. W piątek umocnienie złotego utrzymało się, czemu sprzyjała publikacja wyższych od konsensusu krajowych danych o inflacji, co dodatkowo nasiliło oczekiwania części inwestorów na podwyżki stóp procentowych w Polsce.

Ze względu na wspomniany wyżej wzrost światowej awersji do ryzyka w ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z przepływem kapitału do tzw. bezpiecznych przystani (USA, Szwajcaria). W efekcie przez cały tydzień obserwowany był spadek kursów EURUSD i EURCHF.

Piątkowa decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy jest neutralna dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowe dla kursu polskiej waluty będzie zaplanowane na środę posiedzenie RPP. Uważamy, że jego gołębi wydźwięk może przyczynić się do osłabienia złotego. Dopuszczamy jednak realizację scenariusza, w którym wydźwięk komunikatu po posiedzeniu RPP będzie jastrzębi, co może doprowadzić do umocnienia złotego. Piątkowa publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, w przypadku realizacji naszej zbliżonej do konsensusu prognozy, nie będzie miała istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. W sytuacji, w której dane okazałyby się wyraźnie słabsze od oczekiwań rynku mogą one doprowadzić jednak do umocnienia kursu polskiej waluty.

Posiedzenie RPP może przyczynić się do spadku stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 1,38 (wzrost o 28 pb), 5-letnie do 1,97 (wzrost o 24 pb), a 10-letnie do 2,30 (wzrost o 23 pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z silnym wzrostem stawek IRS na całej długości krzywej. W pierwszej części tygodnia było to wzrost w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy), któremu sprzyjają oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne w obliczu rosnącej inflacji. Podczas gdy w drugiej części tygodnia na rynkach bazowych doszło korekty, to w przypadku polskiego rynku wzrost stawek IRS przyspieszył, do czego przyczyniła się publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia RPP (patrz wyżej). W piątek dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu stawek IRS była publikacja wyższych od oczekiwań krajowych danych o inflacji, co jeszcze bardziej nasiliło oczekiwania części inwestorów na podwyżki stóp procentowych w Polsce. W efekcie doszło do wzrostu spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. Piątkowa decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, stąd nie miała wpływu na krzywą.

Piątkowa decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy jest neutralna dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP, które w naszej ocenie może przyczynić się do spadku stawek IRS. Dostrzegamy jednak wysokie prawdopodobieństwo realizacji scenariusza, w którym wydźwięk komunikatu po posiedzeniu RPP okaże się jastrzębi, co byłoby pozytywne dla stawek IRS. Zaplanowana na ten tydzień publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, w przypadku realizacji naszej zbliżonej do konsensusu prognozy, nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Niemniej jeśli dane okażą się wyraźnie słabsze od oczekiwań rynku, mogą one przyczynić się do spadku stawek IRS.

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	0,10
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	4,64
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	4,00
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	4,26
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	5,6	
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	3,8	
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	8,3	
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	9,5	9,8	
Sprzedaż 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	8,4	
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	8,5	
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	0,7	
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)	1330	1917	1504	889	2006	834	116	1631	129	281	-1827	-850		
Eksport (r/r, %, EUR)	6,6	3,6	10,0	14,7	0,8	6,3	28,9	69,2	41,7	23,9	13,7	18,0		
Import (r/r, %, EUR)	2,1	-4,1	4,1	12,4	-4,5	5,8	24,3	59,7	53,7	36,3	22,1	24,3		

* 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	4,5	5,1	4,5	4,8	4,5	4,8	-2,7	4,9	4,7	
Konsumpcja (% r/r)	0,2	13,3	3,5	3,0	3,1	3,0	3,1	3,2	-3,0	4,7	3,1	
Inwestycje (% r/r)	1,3	5,0	7,6	13,5	6,2	5,7	7,8	7,0	-9,6	8,0	6,8	
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	18,0	9,3	8,1	7,9	8,0	8,0	-1,9	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	-1,7	2,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,8	1,2	2,9	0,8	0,8	1,3	1,6	-1,8	1,3	1,1
	Eksport netto (pp.)	-1,9	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,8	-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	5,4	6,4	6,3	5,3	4,5	3,7	3,4	4,8	4,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,46	0,21	0,23	0,46	
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	3,98	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**
Poniedziałek 04.10.2021 r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	19,6		19,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	0,4	1,1	0,9
Wtorek 05.10.2021 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Wrzesień	56,3	56,3	56,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Wrzesień	56,1	56,1	56,1
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	12,1		13,5
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Wrzesień	61,7	59,5	59,8
Środa 06.10.2021 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Październik	0,10	0,10	0,10
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	3,4		-1,5
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	-2,3		0,8
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Wrzesień	374		413
Czwartek 07.10.2021 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	1,0		-0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	362		355
Piątek 08.10.2021 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	17,9		16,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	5,2	5,0	5,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Wrzesień	235	475	500
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	1,2		1,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	2,0		

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters