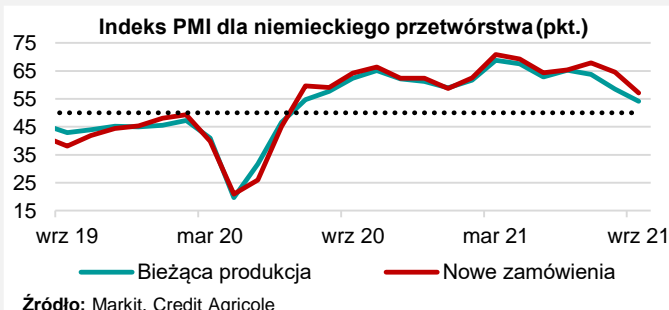


W tym tygodniu

Najistotniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w październiku do 55,4 pkt. wobec 56,2 pkt. we wrześniu. W kierunku obniżenia tempa wzrostu aktywności oddziaływały rosnące ceny, które ograniczały popyt oraz utrzymujące się bariery podażowe. Niewielki spadek wskaźnika zaobserwujemy natomiast w niemieckim przetwórstwie (do 58,0 pkt. w październiku z 58,4 pkt. we wrześniu). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla złotego i cen polskich obligacji.



W tym tygodniu poznamy dane z rynku nieruchomości w USA. Zgodnie z konsensusem dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się o 0,2% m/m we wrześniu wobec wzrostu o 0,4% w sierpniu. Rynek oczekuje, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1630 tys. we wrześniu wobec 1615 tys. w sierpniu), pozwoleń na budowę (1720 tys. wobec 1721 tys.), sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,0 mln wobec 5,9 mln) wskażą na lekkie ożywienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.

Dzisiaj opublikowane zostały istotne dane z Chin. PKB zwiększył się w III kw. o 4,9% r/r wobec wzrostu o 7,9% w II kw. (0,2% kw/kw w III kw. wobec 1,2% w II kw.), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 5,2% r/r i 0,5% kw/kw). Opublikowane zostały również dane o produkcji przemysłowej (3,1% r/r w wrześniu wobec 5,3% w sierpniu), sprzedaży detalicznej (4,4% wobec 2,5%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (7,3% wobec 8,9%). Dane o sprzedaży detalicznej ukształtowały się tym samym powyżej oczekiwań rynku (3,3%), podczas gdy dane o produkcji przemysłowej i inwestycjach w aglomeracjach miejskich okazały się niższe od konsensusu rynkowego (odpowiednio 4,5% i 8,0%). Struktura danych z chińskiej gospodarki wskazuje, że znajduje się ona pod coraz większym wpływem kryzysu energetycznego oraz silnego spowolnienia na rynku nieruchomości, podczas gdy popyt zewnętrzny pozostaje silny, stabilizując aktywność gospodarczą w Chinach (patrz poniżej). Silniejszy od oczekiwań wzrost sprzedaży detalicznej wskazuje na ożywienie popytu na usługi, po tym jak spowolnił on latem ze względu na wzrost liczby zakażeń koronawirusem. Dzisiejsze dane z Chin są spójne z naszą zrewidowaną w dół ścieżką PKB w tym kraju (patrz poniżej). Jednocześnie są one w naszej ocenie negatywne dla globalnych nastrojów i lekko negatywne dla kursu złotego.

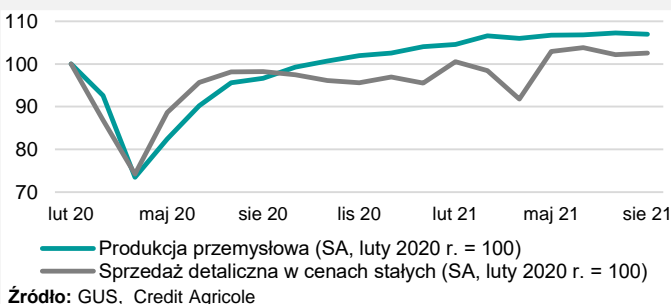
We wtorek poznamy wrześniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 0,7% r/r we wrześniu z 0,9% w sierpniu (efekty wysokiej bazy sprzed roku). Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymywała się naszym zdaniem we wrześniu wciąż na podwyższonym poziomie (8,5% r/r wobec 9,5% w sierpniu). Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W środę opublikowane zostaną dane o wrześniowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 8,3% r/r wobec 13,2% w sierpniu. Na zmniejszenie dynamiki produkcji złożyły się efekty wysokiej bazy sprzed roku i niekorzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje

blisko konsensusu rynkowego (8,0%), tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

➤ **W czwartek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się we wrześniu o 8,4% r/r wobec wzrostu o 10,7% w sierpniu.** Do spadku dynamiki przyczyniły się wspomniane wyżej niekorzystne efekty statystyczne związane z różnicą w liczbie dni

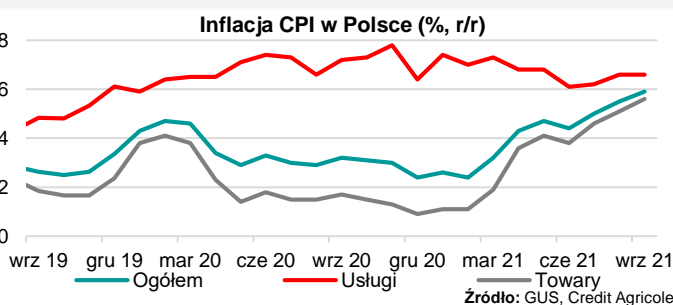
roboczych. Oczekujemy, że publikacja danych o sprzedaży detalicznej będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

➤ **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 5,9% r/r wobec 5,5% w sierpniu, kształtując się powyżej wstępnego szacunku GUS (5,8%).** Tym samym inflacja kształtuje się na najwyższym poziomie od czerwca 2001 r. i od 6 miesięcy pozostaje powyżej górnej granicy odchyień od

celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, nośników energii, paliw, a także wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się we wrześniu do 4,3% r/r wobec 3,8% w sierpniu. Warto odnotować, że inflacja bazowa rośnie mimo silnych efektów wysokiej bazy związanych z falą podwyżek covidowych w pierwszej fazie pandemii. Podobnie jak w poprzednich miesiącach struktura danych o inflacji bazowej wskazuje, że częściowo wynika to z realizacji odłożonego popytu w zamrożonych w poprzednich miesiącach sektorach gospodarki. Warto jednak zauważyć, że do przyczyn wzrostu cen dołącza również efekt barier podażowych, który ze względu na mniejszą dostępność niektórych towarów podbija dynamikę cen m.in. w takich kategoriach jak „urządzenia gospodarstwa domowego”, „meble, artykuły dekoracyjne, sprzęt oświetleniowy”, „sprzęt wizualny, fotograficzny i informatyczny” czy też „samochody osobowe” (por. MAKROpuls z 15.10.2021). Prognozujemy, że kolejne miesiące przyniosą dalszy wzrost inflacji, która na przełomie lat 2021 i 2022 zbliży się do 7%, a średniorocznie wyniesie 4,8% w 2021 r. i 4,9% w 2022 r. Dostrzegamy jednak ryzyko w górę dla naszej ścieżki inflacji w 2022 r. ze względu na najnowsze plany rządu dotyczące podniesienia akcyzy na alkohol i papierosy w 2022 r., które nie są uwzględnione w naszej prognozie.





➤ **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w sierpniu do -1686 mln EUR wobec -1551 mln EUR w lipcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-896 mln EUR) i naszej prognozy (-850 mln EUR).** Tym samym jest to czwarty miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższego salda obrotów towarowych (o 652 mln EUR niższe niż w lipcu), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe salda usług, dochodów pierwotnych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 118 mln EUR, 228 mln EUR i 171 mln EUR wyższe niż w lipcu). Przyczyną pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących był silniejszy wzrost dynamiki importu (32,9% r/r w sierpniu wobec 21,5% w lipcu) od dynamiki eksportu (19,4% r/r

wobec 13,1%). W kierunku wzrostu dynamik eksportu oraz importu pomiędzy lipcem a sierpniem oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Zgodnie z komunikatem NBP czynnikiem pozytywnym dla wzrostu importu były wyższe ceny surowców, podczas gdy eksport był ograniczany przez niższą sprzedaż części samochodowych ze względu na zakłócenia dostaw półprzewodników. Dane stanowią silne ryzyko w dół dla naszej prognozy, 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 1,7%. Uwzględniając relatywnie niski na tle pozostałych krajów regionu poziom stóp procentowych w Polsce oraz zaostrenie sporu na linii Polska-UE, odnotowane w sierpniu pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących jest negatywne dla kursu złotego.

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC są już coraz bliżej deklaracji, że amerykańska gospodarka poczyniła „dalszy znaczący postęp” na drodze do osiągnięcia celów Rezerwy Federalnej dotyczących inflacji oraz zatrudnienia. W konsekwencji, zgodnie z treścią *Minutes*, członkowie FOMC są gotowi ogłosić rozpoczęcie wygaszania programu luzowania ilościowego (tzw. *tapering*) już na listopadowym posiedzeniu. Swoją decyzję uzależnili jednak od wrześniowych danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Jest to spójne z wypowiedzią prezesa Fed J. Powella na konferencji po wrześniowym posiedzeniu (por. MAKROmapa z 27.09.2021). Przy założeniu ogłoszenia wygaszania programu w listopadzie, zgodnie z zapisem dyskusji miałyby zakończyć się on w połowie 2022 r. Choć dane z amerykańskiego rynku pracy okazały się słabsze od oczekiwań, podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Rezerwa Federalna na listopadowym posiedzeniu ogłosi stopniowe wygaszanie programu skupu aktywów (por. MAKROmapa z 11.10.2021). Wsparcie dla naszego scenariusza stanowi wypowiedź szefa Fed w Atlancie, który stwierdził, że ostatnie dane z amerykańskiego rynku pracy nie powstrzymają Rezerwy Federalnej przed zacieśnieniem polityki pieniężnej na listopadowym posiedzeniu.

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 293 tys. wobec 329 tys. dwa tygodnie temu (rewizja w górę z 326 tys.), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku. Tym samym liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych spadła poniżej poziomu 300 tys. po raz pierwszy od wybuchu pandemii. Z kolei liczba kontynuowanych wniosków obniżyła się do 2,6 mln wobec 2,7 mln. Dane wskazują tym samym, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy stopniowo poprawia się, choć nadal znajduje się on daleko od równowagi. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się we wrześniu do 0,7% wobec 0,9% w sierpniu (rewizja w górę z 0,7%), co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-0,2%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży spadła we wrześniu do 0,8% wobec 2,0% w sierpniu (rewizja w górę z 1,8%). Wzrostowi sprzedaży detalicznej w USA sprzyjają realizacja odłożonego popytu, a także środki przekazane gospodarstwom domowym w ramach pakietu fiskalnego Bidena, niemniej efekt ten będzie wygasać w kolejnych miesiącach. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o inflacji CPI, która zwiększyła się we wrześniu do 5,4% r/r wobec 5,3% w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (5,3%). Przyczyną wzrostu inflacji była wyższa dynamika cen żywności, podczas gdy przeciwny wpływ miał nieznaczny spadek dynamiki cen nośników energii. Inflacja bazowa nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 4,0% r/r. W zeszłym tygodniu opublikowany został także regionalny indeks NY Empire State (19,8 pkt. w październiku wobec 34,3 pkt. we wrześniu), który wskazał na pogorszenie koniunktury w przetwórstwie. Słabsze nastroje konsumenckie zasygnalizował wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w październiku do 71,4 pkt. wobec 72,8 pkt. we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (73,6 pkt.). Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Utrzymująca się relatywnie niska na tle ostatnich miesięcy wartość indeksu Uniwersytetu Michigan wskazuje, że nastroje amerykańskich konsumentów pozostają pod negatywnym wpływem IV fali pandemii w USA oraz wysokiego poziomu inflacji.

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%.

-  **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się we wrześniu do 66,8 mld USD wobec 58,3 mld USD w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (47,6 mld USD).** W kierunku wzrostu nadwyżki chińskiego bilansu handlowego oddziaływała wyższa dynamika eksportu (28,1% r/r we wrześniu wobec 25,6% w sierpniu) przy jednoczesnym spadku dynamiki importu (17,6% wobec 33,1%). Dalszy wzrost dynamiki eksportu wynika z utrzymującego się ożywienia w światowym handlu. Spadek dynamiki importu odzwierciedla natomiast osłabienie popytu wewnętrznego w Chinach. Mimo lepszych od oczekiwań danych o bilansie handlowym zdecydowaliśmy się obniżyć naszą prognozę PKB w Chinach. Powodem rewizji są dwa czynniki. Po pierwsze, zakładamy dalsze osłabienie popytu wewnętrznego w Chinach z uwagi na silne spowolnienie na chińskim rynku nieruchomości. Po drugie, oczekujemy wyraźnego obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej, a w konsekwencji eksportu ze względu na kryzys energetyczny w Chinach (por. MAKROMAPA z 11.10.2021). Obecnie prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w Chinach w 2021 r. wyniesie 8,0% r/r wobec 2,3% w 2020 r., a w 2022 r. obniży się do 5,2% (odpowiednio 8,2% i 5,4% przed rewizją). Tym samym nasza prognoza zakłada, że w IV kw. br. roczna dynamika chińskiego PKB zmniejszy się do ok. 4,0%, a wyraźnego ożywienia wzrostu gospodarczego oczekujemy dopiero w II kw. 2022 r., wraz z przyspieszeniem inwestycji infrastrukturalnych i poprawą sytuacji popytowo-podażowej na rynku energii. Jednocześnie oczekujemy, że ze względu na wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej w Chinach, chiński rząd podejmie działania na rzecz odpowiedniego skorygowania swojej polityki w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego. Uważamy, że będą to działania skoncentrowane na konkretnych sektorach gospodarki (m.in. rynek nieruchomości, sektor energetyczny). Decyzje w tej sprawie zostaną najprawdopodobniej podjęte pod koniec października.
-  **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w październiku do 22,3 pkt. wobec 26,5 pkt. kształtując się poniżej oczekiwań rynku (24,0 pkt.).** Tym samym indeks ukształtował się na najniższym poziomie od marca 2020 r. Zgodnie z komunikatem dalsze obniżenie indeksu odzwierciedla obawy respondentów o wpływ utrzymujących się barier podaży na zyski firm o dużym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach (w szczególności firm z branży motoryzacyjnej, chemicznej i farmaceutycznej). Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 3,2% wobec spadku o 4,6% w 2020 r.

Wzrost cen nawozów podbije ceny żywności



Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

nawozów. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena, jaki będzie miało to wpływ na ścieżkę cen żywności w Polsce.

W ostatnich miesiącach mamy do czynienia z silnym wzrostem cen nawozów mineralnych, który ma charakter globalny. Indeks światowych cen nawozów publikowany przez Bank Światowy zwiększył się w okresie styczeń-wrzesień br. o 56,1%. Co więcej, początek października przyniósł silne przyspieszenie wzrostu cen

Główną przyczyną rosnących cen nawozów jest obserwowany ostatnio silny wzrost cen gazu ziemnego. Produkcja nawozów azotowych jest oparta na procesie Habera-Boscha, który polega na łączeniu azotu z wodorem w wyniku czego powstaje amoniak. Podczas gdy źródłem azotu jest powietrze, to źródłem wodoru jak i energii potrzebnej do wyprodukowania amoniaku jest gaz ziemny. W konsekwencji gaz ziemny stanowi od 60% do 80% kosztów produkcji nawozów azotowych, co wyjaśnia obserwowany w ostatnich miesiącach gwałtowny wzrost ich cen. Warto jednak zwrócić uwagę, że na rynku pozostałych nawozów mineralnych sytuacja popytowo-podażowa również pozostaje napięta, co w znacznym stopniu wynika z czynników politycznych. Ceny nawozów potasowych pozostają pod wpływem sankcji nałożonych w 2021 r. przez Unię Europejską oraz USA na Białoruś, która jest jednym z największych producentów nawozów potasowych. Jednocześnie w ostatnich tygodniach napływają kolejne doniesienia medialne wskazujące, że Chiny, będące kluczowym światowym producentem nawozów fosforowych i azotowych, ograniczają ich eksport w celu stabilizacji cen na rynku wewnętrznym. Działania te nasilił obserwowany w ostatnich miesiącach kryzys energetyczny w tym kraju (por. MAKROmapa z 11.10.2021).

Uwzględniając wysokie ceny nawozów oraz globalny charakter szoku można oczekiwać, że rolnicy na całym świecie będą ograniczać ich stosowanie, co będzie negatywne dla wydajności produkcji roślinnej. W efekcie, trudno oczekiwać, że kolejny sezon przyniesie odbudowę obserwowanych obecnie niskich na tle historycznym światowych zapasów zbóż i roślin oleistych. Uwzględniając utrzymujące się w ostatnich latach rosnące spożycie zbóż i roślin oleistych będzie to oddziaływać w kierunku wzrostu ich cen. To z kolei oznacza wyższe ceny pasz, a w konsekwencji dalszy wzrost presji kosztowej w przypadku produkcji zwierzęcej. Tym samym obserwowany obecnie wzrost cen nawozów będzie w kolejnych miesiącach oddziaływał w kierunku wzrostu cen wszystkich podstawowych produktów żywnościowych: pieczywa, mięsa, produktów mlecznych, oleju i tłuszczów oraz jaj.

Wpływ szoku nawozowego na ścieżkę cen żywności oszacowaliśmy w dwóch krokach. W pierwszym kroku ustaliliśmy wpływ wzrostu cen nawozów na ceny surowców rolnych. Następnie uzyskany wynik wykorzystaliśmy w estymacji, jak wzrost cen surowców rolnych spowodowany wyższymi cenami nawozów wpłynie na dynamikę cen żywności. W konsekwencji zbudowaliśmy dwa modele ekonometryczne. Dwuetapowość obliczeń wynika z tego, że występują opóźnienia wpływu cen nawozów na ceny surowców rolnych oraz cen surowców rolnych na detaliczne ceny żywności.

W pierwszym modelu zmienną objaśnianą jest stworzony przez nas indeks cen surowców rolnych z użyciem danych GUS oraz Ministerstwa Rolnictwa. Zdecydowaliśmy się stworzyć własny indeks ze względu na ograniczoną, naszym zdaniem, przydatność indeksu światowych cen żywności w prognozowaniu

dynamiki cen żywności w Polsce (por. AGROmapa z 16.03.2021). Wagi poszczególnych surowców rolnych indeksu zostały ustalone na podstawie wag odpowiadających im kategorii żywnościowych w koszyku inflacyjnym. Wśród zmiennych objaśnianych znalazły się indeks światowych cen nawozów wyrażony w złotych opóźniony o 4 miesiące, cena oleju napędowego opóźniona o 5 miesięcy. Taka struktura modelu ma odzwierciedlać koszty rolników i ich wpływ na ceny skupu surowców rolnych. Wyniki modelu wskazują, że wzrost rocznej dynamiki cen nawozów o 10 pkt. proc. prowadzi do zwiększenia rocznej dynamiki cen surowców rolnych o 0,6 pkt. proc., przy innych warunkach niezmiennych.

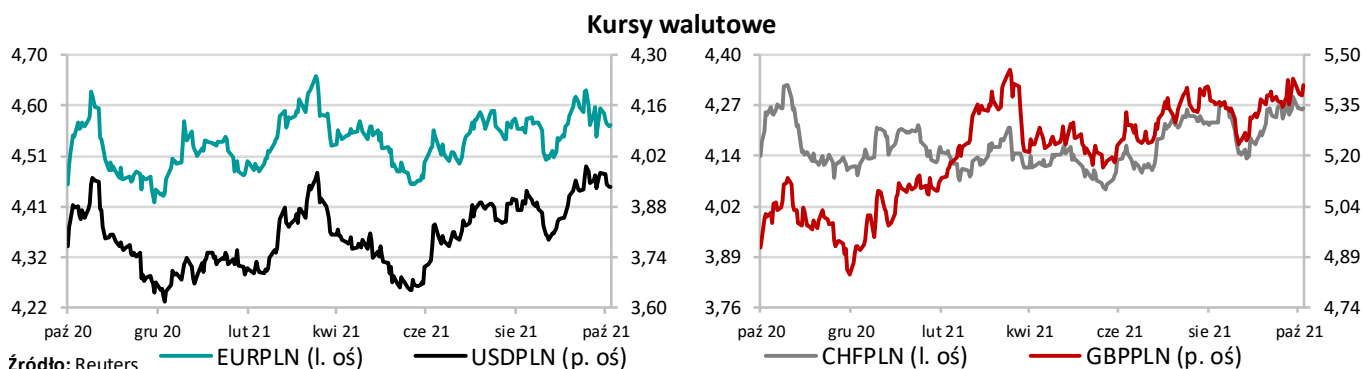
W drugim modelu zmienną objaśnianą jest roczna dynamika cen żywności (z wyłączeniem napojów bezalkoholowych) w Polsce, podczas gdy zmienną objaśniającą jest oszacowany przez nas wspomniany wyżej indeks cen surowców opóźniony o 5 miesięcy. Wyniki modelu wskazują, że wzrost rocznej dynamiki indeksu cen surowców o 10 pkt. proc. prowadzi do wzrostu rocznej dynamiki cen żywności o 2,8 pkt. proc., przy innych warunkach niezmiennych. W konsekwencji na podstawie wyników obu modeli szacujemy, że wzrost rocznej dynamiki cen nawozów o 10 pkt. proc. po 9 miesiącach prowadzi do wzrostu rocznej dynamiki cen żywności o ok. 0,17 pkt. proc. Przy założeniu braku zmiany cen napojów oznacza to wzrost dynamiki cen i napojów bezalkoholowych o ok. 0,15 pkt. proc.

Opublikowana trzy tygodnie temu nasza nowa ścieżka oczekiwanych cen żywności uwzględnia szok nawozowy, jaki zrealizował się do września br. (por. MAKROmapa z 04.10.2021). Skumulowany wpływ wzrostu cen nawozów na roczną dynamikę cen żywności w IV kw. 2021 r. wynosi ok. 0,6 pkt. proc. W I poł. 2022 r. ceny nawozów podbiją dynamikę cen żywności o kolejne 0,6 pkt. proc. Przy założeniu korekty światowych cen nawozów w kolejnych miesiącach w II poł. 2022 r. (patrz niżej) wpływ wyższych cen nawozów na ścieżkę cen żywności zacznie wygasać.

Nasze prognozy zakładają zwiększenie rocznej dynamiki cen w 2022 r. w porównaniu do 2021 r. we wszystkich głównych kategoriach żywnościowych poza napojami, gdzie w przyszłym roku będziemy mieć do czynienia z efektem wysokiej bazy związanym z wprowadzonym w styczniu 2021 r. podatkiem cukrowym. Jest to spójne z oceną, że szok nawozowy będzie miał wpływ zarówno na ceny produkcji roślinnej jak i zwierzęcej, a w konsekwencji znajdzie on odzwierciedlenie we wszystkich głównych kategoriach żywnościowych.

Obserwowane w pierwszej połowie października wyraźne przyspieszenie wzrostu cen nawozów stanowi ryzyko w górę dla naszego scenariusza. Uwzględniając jednak odnotowaną ostatnio bardzo wysoką zmienność cen gazu, a także duże znaczenie czynników nierynkowych wpływających na ceny nawozów (m.in. ostatnią decyzję spółki Anwil o obniżeniu cen nawozów o 30% czy też zapowiedzi Komisji Europejskiej dotyczące możliwych działań podejmowanych przez rządy w celu obniżenia cen gazu) jest obecnie bardzo trudno oszacować wpływ ostatnich zmian rynkowych na ceny żywności. W konsekwencji w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że kolejne miesiące przyniosą korektę i spadek cen nawozów, choć będą kształtować się one na podwyższonym poziomie. W efekcie, mimo czynników ryzyka w górę związanych z październikowym wzrostem cen nawozów, nadal podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych zwiększy się w 2022 r. do 4,4% r/r wobec 2,8% w 2021 r. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza inflacji, zgodnie z którym inflacja CPI zwiększy się w Polsce w 2022 r. do 4,9% r/r wobec 4,8% w 2021 r. (por. MAKROmapa z 04.10.2021). Czynnikiem ryzyka w górę dla naszego scenariusza jest natomiast najnowsze plany rządu dotyczące podniesienia akcyzy na alkohol i papierosy w 2022 r., które nie są uwzględnione w naszej prognozie.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro w centrum uwagi rynku

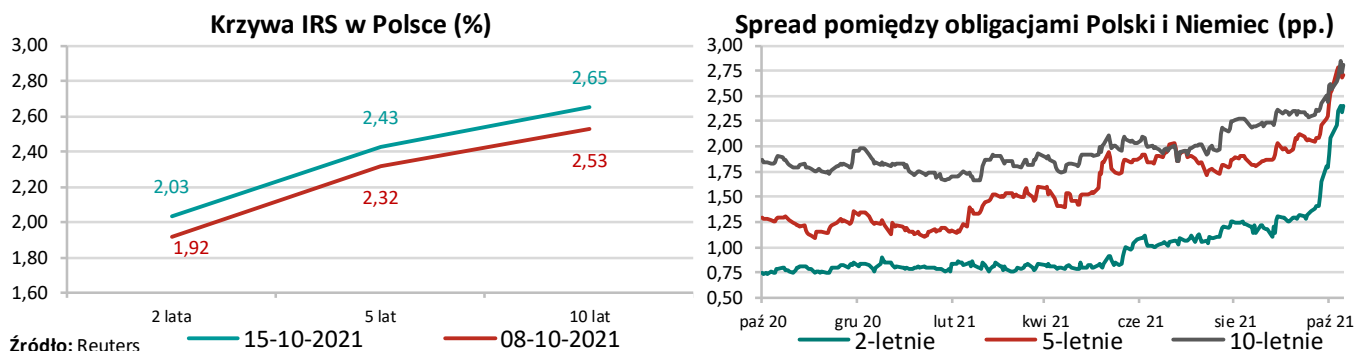


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5674 (umocnienie złotego o 0,7%). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego, czemu sprzyjał spadek światowej awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX. Lokalnie czynnikiem pozytywnym dla kursu polskiej waluty pozostają oczekiwania inwestorów na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce.

Ze względu na spadek światowej awersji do ryzyka w ubiegłym tygodniu doszło do osłabienia dolara względem euro. Opublikowane w środę wieczorem *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC nie dostarczyło nowych istotnych informacji nt. perspektyw polityki pieniężnej w USA, stąd nie miało ono istotnego wpływu na kurs złotego.

Opublikowane dzisiaj rano dane z chińskiej gospodarki (PKB, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) są lekko negatywne dla kursu złotego. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek, które w przypadku realizacji naszych prognoz zbliżonych dla konsensusu rynkowego nie będą miały istotnego wpływu na złotego. Do lekkiego osłabienia kursu polskiej waluty mogą przyczynić się natomiast krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Pozostałe publikacje danych z Polski (produkcja przemysłowa, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) oraz z USA (produkcja przemysłowa, rozpoczęte budowy, pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

Stawki IRS powyżej poziomów sprzed pandemii



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 2,03 (wzrost o 11 pb), 5-letnie do 2,43 (wzrost o 11 pb), a 10-letnie do 2,65 (wzrost o 12 pb). W zeszłym tygodniu doszło do dalszego wzrostu stawek IRS, choć jego skala była o wiele mniejsza niż dwa tygodnie temu (por. MAKROMAPA z 11.10.2021). Tym samym stawki IRS na całej długości krzywej kształtują się już powyżej poziomów sprzed wybuchu

pandemii. Stawki IRS rosły w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy), przy czym ich wzrost był wyraźnie słabszy. W efekcie w ubiegłym tygodniu doszło do spadku spreadów pomiędzy polskimi i niemieckimi obligacjami. W ubiegłym tygodniu BGK wyemitował obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o 4-, 7-, 10- i 20-letnich terminach zapadalności za 588 mln PLN przy popycie równym 962 mln PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą. W ubiegłym tygodniu NBP przeprowadził operację *outright buy*, w której odkupił obligacje o 2-, 5-, 7- i 9-letnich terminach zapadalności za 578 mln PLN, z czego 300 mln PLN stanowiły obligacje skarbowe, a 278 mln PLN stanowiły obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Tym samym była to najmniejsza operacja skupu aktywów od listopada 2020 r. Od początku prowadzenia programu NBP skupił obligacje o łącznej wartości 143,7 mld PLN. Wyniki ubiegłotygodniowej operacji NBP wskazują na wygasanie prowadzonego przez NBP programu skupu aktywów, co jest spójne z zapowiedziami prezesa NBP A. Głapińskiego oraz komunikatem po ostatnim posiedzeniu RPP (por. MAKROpuls z 06.10.2021).

W tym tygodniu istotne dla stawek IRS będą publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. Uważamy jednak, że nie będą miały one istotnego wpływu na krzywą. Do spadku stawek IRS mogą przyczynić się natomiast krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Pozostałe liczne publikacje danych z Polski (produkcja przemysłowa, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) oraz z USA (produkcja przemysłowa, rozpoczęte budowy, pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

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	4,56
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	3,93
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	4,19
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	4,3	
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)	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)	-0,9	11,1	4,5	5,1	4,5	4,8	4,5	4,8	-2,5	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	-9,0	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	0,1	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	-1,2	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	6,4	6,3	5,3	4,5	3,7	3,4	4,8	4,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	0,88	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	3,83	3,81	3,72	3,65	3,55	3,73	3,83	3,55	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 18.10.2021 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	III kw.	7,9	4,9	5,2
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	5,3	3,6	4,5
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	2,5	4,0	3,3
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Wrzesień	8,9	7,9	7,9
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Wrzesień	3,9	4,1	4,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	0,4		0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Wrzesień	76,4		76,5
Wtorek 19.10.2021 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	0,9	0,7	0,6
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	9,5	8,5	8,7
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Wrzesień	1615		1620
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Wrzesień	1721		1680
Środa 20.10.2021 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Sierpień	21,6		
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	9,5	9,8	10,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	13,2	8,3	8,0
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	3,4	3,4	3,4
Czwartek 21.10.2021 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	10,7	8,4	10,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	293		302
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Październik	30,7		24,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Wrzesień	5,88		6,06
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-4,0		-5,0
Piątek 22.10.2021 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	58,4	58,0	56,9
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	56,4	55,5	55,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	58,6	58,0	57,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	56,2	55,4	55,2
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	9,1	8,6	8,7
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	60,7		60,3

* 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