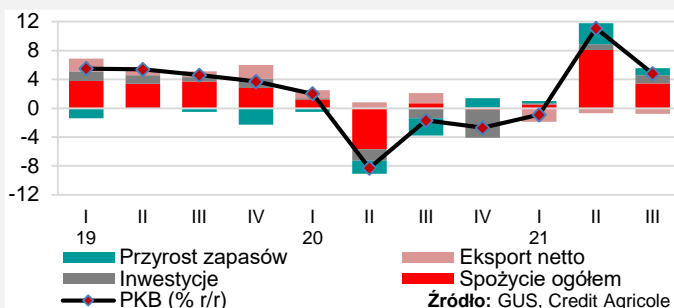


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w III kw. Prognozujemy, że dynamika PKB zmniejszyła się do 4,8% r/r z 11,2% w II kw. z uwagi na ustąpienie efektów niskiej bazy związanych z lockdownem wiosną 2020 r. Z tego



względnie oczekujemy również, że tempo wzrostu konsumpcji wyraźnie spowolniło pomiędzy II i III kw. Z kolei dynamika nakładów brutto na środki trwałe najprawdopodobniej nieznacznie zwiększyła się z uwagi na ożywienie w inwestycjach publicznych. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w październiku do 5,9% r/r wobec 5,5% we wrześniu, do czego przyczynił się wzrost inflacji bazowej oraz dynamiki cen nośników energii. Byłby to najwyższy odczyt inflacji od 1990 r. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się do 73,0 pkt. w listopadzie wobec 71,7 pkt. w październiku, co będzie korektą po zeszłomiesięcznym spadku. Nasza prognoza inflacji w USA kształtuje się powyżej konsensusu (5,8%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla złotego i cen polskich obligacji.

We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Zgodnie z konsensusem jego wartość zmniejszyła się do 20,0 pkt. w listopadzie wobec 22,3 pkt. w październiku. Jeśli oczekiwania rynkowe zrealizowałyby się, to byłby to już szósty z rzędu spadek indeksu. Zgodnie z raportami ZEW, czynnikiem, który oddziaływał w kierunku pogorszenia koniunktury w ostatnich miesiącach były ograniczenia podażowe. Trend ten będzie najprawdopodobniej kontynuowany również w listopadzie. Naszym zdaniem publikacja indeksu będzie neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

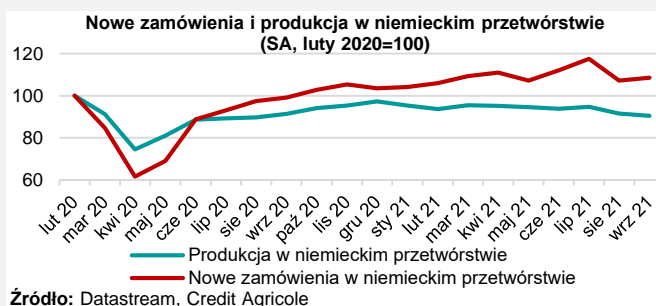
Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu podjęła decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych. Stopa referencyjna NBP wzrosła z 0,50% do 1,25%. Skala podwyżki stóp była wyższa od naszych i rynkowych oczekiwań. W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą główną przyczyną podwyższonej inflacji są niezależne od polityki pieniężnej czynniki podażowe. Podobnie jak w październiku Rada odnotowała dodatkowy czynnik proinflacyjny w postaci trwającego ożywienia gospodarczego, w tym wzrostu dochodów gospodarstw domowych. Rada podtrzymała sformułowaną przed miesiącem ocenę, że oczekiwane dalsze ożywienie krajowej aktywności gospodarczej i korzystna sytuacja na rynku pracy będą sprzyjać utrwaleniu się podwyższonej inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Taka ocena wskazuje, że Rada podobnie jak w październiku obawia się wtórnych impulsów inflacyjnych wywołanych przez silny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych, co skłoniło ją do kolejnej podwyżki stóp procentowych (por. MAKROpuls z 03.11.2021). W środę opublikowana została również listopadowa projekcja makroekonomiczna NBP. Warto podkreślić, że została ona przygotowana przy założeniu braku zmian stóp procentowych, stąd nie uwzględnia ona ich ubiegłotygodniowej podwyżki. Wyniki projekcji wskazują, że średnioroczna inflacja

uksztaluje się w latach 2021-2023 najprawdopodobniej wyraźnie powyżej celu inflacyjnego RPP (2,5%), a w 2023 r. będzie zbliżona do górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu (3,5%). Jednocześnie zgodnie z jej wynikami tempo wzrostu gospodarczego w latach 2021-2023 będzie zbliżone do 5%. Prezes NBP podtrzymał przedstawianą wcześniej interpretację celu inflacyjnego jako pasma (2,5% +/- 1 pkt proc.).

❗ **Biorąc pod uwagę zaskakującą skalę podwyżki stóp procentowych w ubiegłym tygodniu (patrz powyżej) zrewidowaliśmy nasz scenariusz w polityce pieniężnej.** Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną podniesione o 50pb w grudniu i o kolejne 50pb w styczniu 2022 r. do poziomu 2,25%. Dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej zostało zasygnalizowane przez prezesa NBP na konferencji po listopadowym posiedzeniu, kiedy zadeklarował on, że RPP „zrobi wszystko co w jej zakresie żeby sprowadzić inflację do celu”. Zgodnie z listopadową projekcją inflacji, średnioroczna inflacja ukształtuje się w latach 2021-2023 najprawdopodobniej wyraźnie powyżej celu inflacyjnego RPP (2,5%), a w 2023 r. będzie zbliżona do górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu (3,5%). Biorąc pod uwagę wyniki badań nad mechanizmem transmisji w polityce pieniężnej można przyjąć, że w normalnych warunkach, po uwzględnieniu listopadowej podwyżki stóp procentowych oczekiwana w projekcji inflacja w 2023 r. byłaby niższa i w II poł. 2023 r. najprawdopodobniej spadłaby poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego RPP (3,5%). Należy jednak zwrócić uwagę, że kanał kursowy transmisji stóp procentowych na inflację jest obecnie niedrożny (kurs złotego nie umacnia się pomimo zacieśnienia polityki pieniężnej), a tym samym RPP musi silnie podwyższyć stopy procentowe, aby inflacja obniżyła się poniżej górnej granicy optymalnego poziomu inflacji deklarowanego przez NBP (3,5%) w II poł. 2023 r. Czynnikiem ograniczającym aprecjację kursu złotego jest utrzymujący się spór prawny na linii UE-Polska opóźniający uruchomienie Krajowego Planu Odbudowy oraz rynkowe oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej w USA. Czynnikiem przeciwdziałającym umocnieniu kursu złotego będą również obawy inwestorów o interwencje NBP na rynku walutowym przed końcem roku, podobnie jak to miało miejsce w 2020 r. W takich warunkach oczekiwane przez nas łączna podwyżka o 100pb i stabilizacja stóp procentowych co najmniej do końca 2022 r. powinny umożliwić spadek inflacji poniżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego (3,5%) w II połowie 2023 r., co zarówno dla obecnej, jak i kolejnej RPP będzie najprawdopodobniej akceptowalnym scenariuszem. Dlatego naszym zdaniem skala podwyżek stóp procentowych wyceniana obecnie przez rynki (do ponad 3% w horyzoncie kilku miesięcy) jest nadmierna. Dostrzegamy jednak ryzyko w górę dla naszego scenariusza dla stóp procentowych, które może się zmaterializować w przypadku braku wyraźnej aprecjacji kursu złotego w I poł. 2022 r.

❗ **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku.** Zgodnie z oczekiwaniami Fed ogłosił stopniowe wygaszanie prowadzonego przez siebie skupu aktywów (tzw. *tapering*). Skala miesięcznych zakupów wynosząca obecnie 80 mld USD obligacji skarbowych i 40 mld USD MBS (*mortgage-backed securities*) będzie ograniczana odpowiednio o 10 mld i 5 mld USD miesięcznie, zaczynając od listopada br. Oznacza to, że program luzowania ilościowego zostanie zakończony w połowie 2022 r. Jednocześnie Fed zapowiedział, że może odpowiednio dostosować tempo ograniczania skupu aktywów w zależności od sytuacji ekonomicznej. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell podkreślił, że zakończenie wygaszania programu skupu aktywów nie jest równoznaczne z sygnałem do podnoszenia stóp procentowych. W świetle naszych prognoz inflacja bazowa w USA będzie kształtować się powyżej 3% do III kw. 2022 r. włącznie. Dlatego dostrzegamy rosnące ryzyko w górę dla naszego scenariusza bazowego zakładającego stabilizację stóp procentowych w USA w 2022 r. i dopuszczamy realizację scenariusza alternatywnego, w którym pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi pod koniec 2022 r.

▄ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się we wrześniu o 1,1% m/m wobec spadku o 3,5% w sierpniu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+0,9%). W efekcie produkcja przemysłowa w Niemczech ukształtowała się we



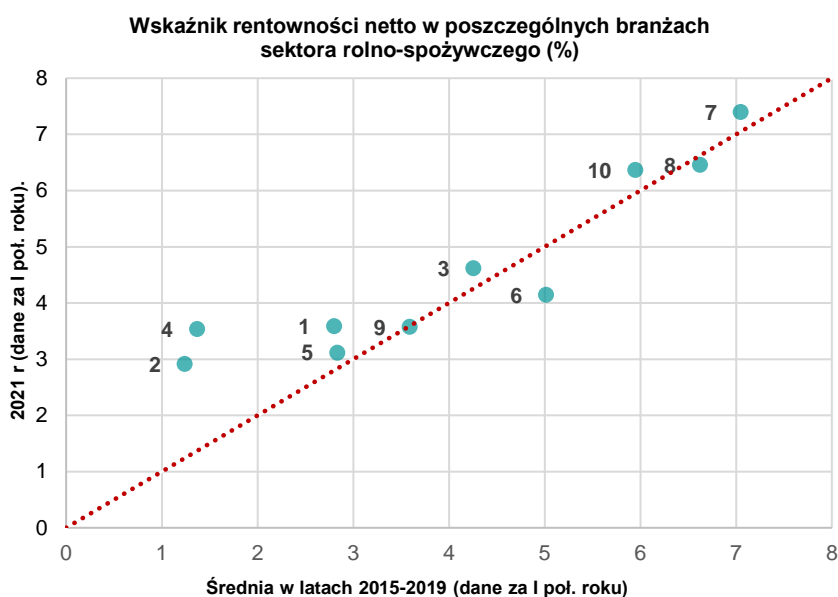
Źródło: Datastream, Credit Agricole

wrześniu na poziomie o 9,5% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Przyczyną spadku produkcji przemysłowej jest niższa produkcja w przetwórstwie, podczas gdy produkcja w energetyce i budownictwie zwiększyła się. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o zamówieniach w przetwórstwie, które zwiększyły się we wrześniu o 1,3% m/m wobec spadku o 8,8% w sierpniu. W konsekwencji zamówienia w niemieckim przetwórstwie ukształtowały się we wrześniu na poziomie o 8,6% wyższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Źródłem wzrostu zamówień były wyższe zamówienia eksportowe, podczas gdy zamówienia krajowe obniżyły się. Z kolei wyższe zamówienia zagraniczne były efektem wyższych zamówień z krajów spoza strefy euro, podczas gdy zamówienia ze strefy euro odnotowały spadek. Produkcja nienadążająca za nowymi zamówieniami wskazuje na narastające bariery podażowe w niemieckiej gospodarce. Jednocześnie szeroki zakres spadku produkcji sugeruje, że nie dotyczą one jedynie branży samochodowej ale są one obserwowane również w takich branżach jak „produkcja komputerów, urządzeń elektronicznych i optycznych”, „Produkcja elektrycznego sprzętu”, „Produkcja odzieży” czy też „Produkcja drewna i wyrobów w drewna”. Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki stanowią 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.

▄ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w październiku o 531 tys. wobec wzrostu o 312 tys. we wrześniu (rewizja w górę z 194 tys.) i ukształtowało się powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 450 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w turystyce i rekreacji (+164,0 tys.), usługach biznesowych (+100,0 tys.) i handlu detalicznym (64,0 tys.). Spadek zatrudnienia odnotowano jedynie w sektorze rządowym (-73,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w październiku do 4,6% wobec 4,8% we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (4,7%). Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się w październiku w porównaniu do września i wyniósł 61,6% i pozostaje nadal wyraźnie poniżej poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii (ok. 63,3%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy również liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która zmniejszyła się do 269 tys. wobec 283 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (275 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków obniżyła się z 2,2 mln do 2,1 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 i znajduje się on coraz bliżej równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks ISM w usługach, który zwiększył się w październiku do 66,7 pkt. wobec 61,9 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (61,9 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, czasu dostaw oraz nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. Dane wskazały również na dalszy wzrost indeksów dla zaległości produkcyjnych oraz cen, co sugeruje, że amerykański sektor usług mierzy się z problemem nadmiernego popytu. Mimo dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym 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%.

Czy sektor rolno-spożywczy poradzi sobie z szokiem kosztowym?

Sektor rolno-spożywczy zmagają się obecnie z silną presją kosztową wynikającą z rosnących cen materiałów, energii, pracy oraz kosztów odsetek od kredytów. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena odporności poszczególnych branż polskiego sektora rolno-spożywczego na wyższe koszty działalności.



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Legenda: 1: Przetwarzanie i konserwowanie mięsa oraz produkcja wyrobów z mięsa, 2: Przetwarzanie i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków, 3: Przetwarzanie i konserwowanie owoców i warzyw, 4: Produkcja olejów i tłuszczów pochodzenia roślinnego i zwierzęcego, 5: Wytwarzanie wyrobów mleczarskich, 6: Wytwarzanie produktów przemiału zbóż, skrobi i wyrobów skrobiowych, 7: Produkcja wyrobów piekarskich i mącznych, 8: Produkcja pozostałych artykułów spożywczych 9: Produkcja gotowych paszy i karmy dla zwierząt, 10: Produkcja napojów

W pierwszym kroku analizy dokonaliśmy oceny bieżącej sytuacji w najważniejszych branżach sektora rolno-spożywczego. W tym celu zestawiliśmy wskaźniki rentowności netto w tych branżach w I poł. br. z ich średnią wartością w I poł. roku w latach 2015-2019, czyli przed wybuchem pandemii. W większości analizowanych branż rentowność netto w I poł. 2021 r. była wyższa niż średnia w I poł. roku w latach 2015-2019, co wskazuje, że sektor rolno-spożywczy na ogół poprawił swoją rentowność podczas pandemii. Niższe wskaźniki rentowności niż przed pandemią odnotowały jedynie branże: „Wytwarzanie produktów przemiału zbóż, skrobi i wyrobów skrobiowych”, „Produkcja pozostałych artykułów spożywczych” oraz „Produkcja gotowych paszy i karmy dla zwierząt”.

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 rosnących cen surowców rolnych, ale i cen opakowań, których wzrost jest efektem narastających barier podaży. Rosnące ceny energii wynikają z szeregu czynników, min. silnego wzrostu cen gazu, cen ropy naftowej oraz cen uprawnień do emisji CO₂). Coraz wyższe koszty pracy są spowodowane rosnącą presją płacową obserwowaną w przetwórstwie żywności. Charakteryzuje się ono relatywnie niskimi wynagrodzeniami na tle pozostałych gałęzi przetwórstwa (przeciętne wynagrodzenie w produkcji artykułów spożywczych w I poł. br. było o 13% niższe niż średnia dla przetwórstwa), stąd istotnym czynnikiem, który nasila presję płacową w tym sektorze jest utrzymujący się silny wzrost płacy minimalnej, przesuujący często całą siatkę płac w firmach w górę. Wyższe koszty odsetek od kredytów wynikają z kolei dokonanej w październiku br. pierwszej od 2012 r. podwyżki stóp procentowych przez RPP (por. MAKROPuls z 06.10.2021). Dlatego w drugim kroku analizy obliczyliśmy udział wspomnianych wyżej kosztów w przychodach ogółem poszczególnych branż sektora rolno-spożywczego. Z największym łącznym udziałem kosztów materiałów, energii, pracy i odsetek od kredytów w przychodach ogółem mamy do czynienia w branżach: „przetwarzanie i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków”, „wytwarzanie wyrobów mleczarskich” oraz „przetwarzanie i konserwowanie oraz produkcja wyrobów z mięsa”. Wyraźnie niższy na tle pozostałych branż udział wspomnianych wyżej kosztów w przychodach obserwowany jest natomiast w branży „produkcja napojów”, gdzie z kolei o wiele większe znaczenie w strukturze kosztów mają podatki (branża „produkcja napojów” obejmuje również produkcję napojów alkoholowych).

**Udział kosztów płac, materiałów, energii i odsetek w przychodach ogółem
 w poszczególnych branżach sektora rolno-spożywczego w I poł. 2021 r. (%)**



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

W trzecim kroku analizy zestawiliśmy obliczony udział kosztów materiałów, energii, pracy i odsetek od kredytów w przychodach ogółem z bieżącą sytuacją w tych sektorach. Takie podejście umożliwiło nam określenie względnej odporności poszczególnych branż na obserwowany obecnie szok kosztowy.

Mapa odporności poszczególnych branż polskiego sektora rolno-spożywczego na szok kosztowy



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Legenda: 1: Przetwarzanie i konserwowanie mięsa oraz produkcja wyrobów z mięsa, 2: Przetwarzanie i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków, 3: Przetwarzanie i konserwowanie owoców i warzyw, 4: Produkcja olejów i tłuszczów pochodzenia roślinnego i zwierzęcego, 5: Wytwarzanie wyrobów mleczarskich, 6: Wytwarzanie produktów przemiału zbóż, skrobi i wyrobów skrobiowych, 7: Produkcja wyrobów piekarskich i mącznych, 8: Produkcja pozostałych artykułów spożywczych 9: Produkcja gotowych paszy i karmy dla zwierząt, 10: Produkcja napojów
 *wielkość bąbelków odzwierciedla wielkość przychodów ogółem w danej branży

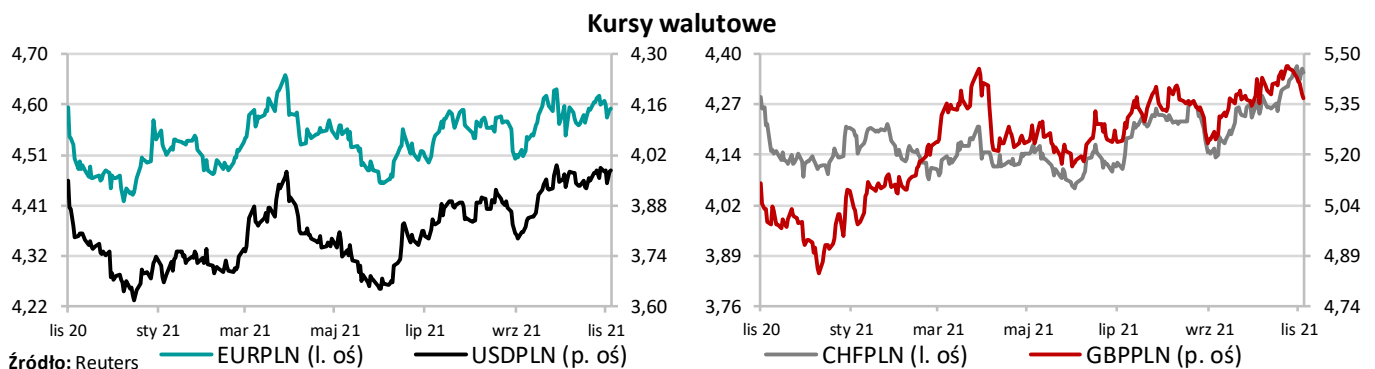
**punkt przecięcia osi pionowej z poziomą wynosi 65,9% i jest to średni udział kosztów materiałów, energii, pracy i odsetek od kredytów w przychodach ogółem ważony przychodami poszczególnych branż

Najbardziej wyeksponowane na szok kosztowy są branże znajdujące się w II ćwiartce układu współrzędnych: „Wytwarzanie produktów przemiału zbóż, skrobi i wyrobów skrobiowych” oraz „Produkcja gotowych paszy i karmy dla zwierząt”. Wynika z tego, że są one osłabione po pandemii, a jednocześnie udział kosztów materiałów, energii, pracy i odsetek od kredytów w ich przychodach ogółem jest relatywnie wysoki na tle całego sektora. Najwyższą odpornością na szok kosztowy charakteryzują się z kolei branże z IV ćwiartki: „Produkcja napojów”, „Przetwarzanie i konserwowanie owoców i warzyw” oraz „Produkcja wyrobów piekarskich i mącznych”. Ich bieżąca sytuacja jest lepsza niż przed pandemią i jednocześnie udział wspomnianych wyżej kosztów w ich przychodach ogółem jest niższy na tle całego sektora. W sytuacji pośredniej są branże z I i III ćwiartki. Branże z I ćwiartki: „Przetwarzanie i konserwowanie mięsa oraz produkcja wyrobów z mięsa”, „Przetwarzanie i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków”, „Produkcja olejów i tłuszczów pochodzenia roślinnego i zwierzęcego”, „Wytwarzanie wyrobów mleczarskich” z jednej strony osiągają rentowność wyższą niż przed pandemią, z drugiej strony udział kosztów materiałów, energii, pracy i odsetek od kredytów w ich przychodach ogółem jest relatywnie wysoki na tle całego sektora. Z kolei jedyna branża z III ćwiartki („Produkcja pozostałych artykułów spożywczych”) z jednej strony charakteryzuje się niższym na tle sektora udziałem kosztów materiałów, energii, pracy i odsetek od kredytów w przychodach ogółem, z drugiej strony jej sytuacja finansowa jest obecnie gorsza niż przed pandemią.

Uważamy, że rosnąca presja kosztowa w polskim sektorze rolno-spożywczym utrzyma się w kolejnych kwartałach. Wynika to przede wszystkim z oczekiwanego przez nas dalszego wzrostu cen surowców rolnych (por. MAKROmapa z 18.10.2021), narastania presji płacowej oraz kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP (por. MAKROmapa z 02.11.2021).

Uwzględniając, że sektor rolno-spożywczy funkcjonuje w warunkach relatywnie niskich marż (średnia marża na sprzedaży w produkcji artykułów spożywczych wyniosła w I poł. br. 4,7% wobec 6,9% w całym przetwórstwie), firmy mają ograniczone możliwości ich obniżenia w celu skompensowania wyższych kosztów swojej działalności. W tej sytuacji firmy będą z jednej strony zmuszone szukać dodatkowych oszczędności, co przyspieszy zapoczątkowane przez pandemię procesy restrukturyzacyjne w polskim sektorze rolno-spożywczym, widoczne szczególnie w branżach „Produkcja napojów”, „Produkcja wyrobów piekarskich i mącznych”, „Wytwarzanie wyrobów mleczarskich” oraz „Przetwarzanie i konserwowanie mięsa oraz produkcja wyrobów z mięsa”. Z drugiej strony będą one próbować przerzucić wyższe koszty produkcji na konsumentów, czemu sprzyjać będą niskie na tle naszych partnerów handlowych ceny żywności w Polsce. Uwzględniając wyniki naszej analizy takie zjawisko będzie szczególnie widoczne w branżach: „Przetwarzanie i konserwowanie mięsa oraz produkcja wyrobów z mięsa”, „Przetwarzanie i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków”, „Produkcja olejów i tłuszczów pochodzenia roślinnego i zwierzęcego”, „Wytwarzanie wyrobów mleczarskich” oraz „Produkcja pozostałych artykułów spożywczych”. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym inflacja w 2022 r. zwiększy się do 5,5% r/r wobec 4,9% w 2021 r. (por. MAKROmapa z 25.10.2021).

Dane o inflacji w USA mogą osłabić złotego

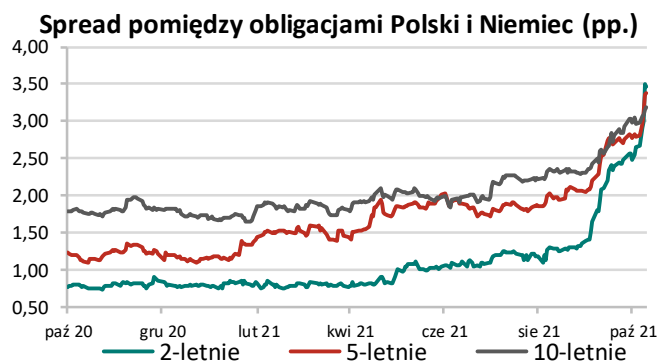
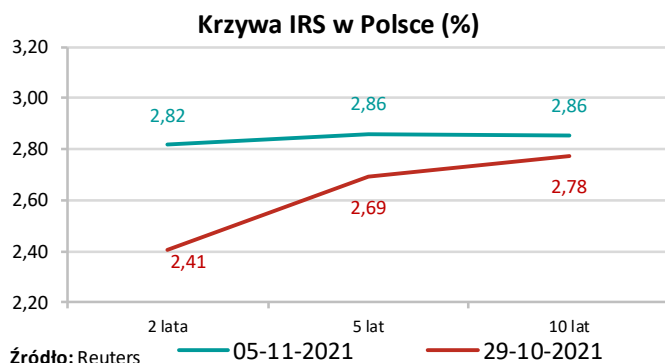


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5968 (umocnienie złotego o 0,1%). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego. W pierwszej części tygodnia obserwowany był spadek kursu EURPLN w oczekiwaniu na podwyżkę stóp przez RPP. Umocnieniu złotego sprzyjał również spadek światowej awersji do ryzyka. W czwartek doszło do korekty i wzrostu kursu EURPLN czemu sprzyjała decyzja CNB o silnym i znacząco wyższym od oczekiwań rynkowych zacieśnieniu polityki pieniężnej w Czechach, co zwiększyło dysparytet stóp procentowych w regionie na niekorzyść złotego. Ponadto, w piątek doszło do dalszego osłabienia kursu polskiej waluty w reakcji na wypowiedź prezesa NBP A. Głapińskiego, który stwierdził, że „wszystko wskazuje na to, że inflacja będzie spadać i nie trzeba będzie dalej podnosić stóp procentowych”. W dalszej części dnia doszło do korekty i umocnienia złotego.

W ubiegłym tygodniu obserwowane było również łagodne osłabienie euro względem dolara. Sprzyjały jej ogłoszone przez Fed wygaszanie programu skupu aktywów a także publikacja lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy. W ubiegłym tygodniu doszło również do dalszego spadku kursu EURCHF, który obniżył się do 1,05 osiągając najniższy poziom od maja 2020 r. Umocnienie to może być efektem obaw inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego w strefie euro, który może ulec spowolnieniu w wyniku silnego wzrostu cen surowców energetycznych i żywności, co z kolei powinno przyczynić się do osłabienia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w strefie euro i obniżenia kursu euro. W konsekwencji w ubiegłym tygodniu doszło do dalszego osłabienia złotego względem franka szwajcarskiego.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja danych nt. polskiego PKB. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, tym samym jej realizacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Negatywne dla złotego mogą być natomiast dane o inflacji w USA. Pozostałe dane ze Stanów Zjednoczonych (wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz dane z Niemiec (indeks ZEW) będą miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

Dane o inflacji w USA mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do **2,82 (wzrost o 41 pb)**, 5-letnie do **2,86 (wzrost o 17 pb)**, a 10-letnie do **2,86 (wzrost o 8 pb)**. W pierwszej części tygodnia doszło do silnego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy), a także w reakcji na podwyżkę stóp procentowych w Polsce. W piątek mieliśmy do czynienia z korektą i spadkiem stawek IRS, co było spowodowane wypowiedzią prezesa NBP A. Głapińskiego, który stwierdził, że „wszystko wskazuje na to, że inflacja będzie spadać i nie trzeba będzie dalej podnosić stóp procentowych”. Warto jednocześnie zwrócić uwagę na wypłaszczenie krzywej dochodowości. Wzrost oczekiwań dotyczący podwyżek stóp koncentruje się na krótkim końcu krzywej. Oznacza to, że w dłuższej perspektywie rynek wycenia korektę stóp procentowych w dół. W ubiegłym tygodniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję zamiany długu, na której odkupiło obligacje zapadające w 2022 r. za 1,95 mld PLN i sprzedało obligacje o 2, 5, i 10-letnich terminach zapadalności za 2,05 mld PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na piątek publikacja danych nt. polskiego PKB. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, stąd jej realizacja nie będzie miała istotnego wpływu na stawki IRS. Do wzrostu stawek IRS może przyczynić się natomiast publikacja danych o inflacji w USA. Pozostałe dane ze Stanów Zjednoczonych (wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz dane z Niemiec (indeks ZEW) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lis 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	0,50	1,25
Kurs EURPLN*	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	4,60
Kurs USDPLN*	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	3,93
Kurs CHFPLN*	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,32
Inflacja CPI (r/r, %)	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,5	6,5
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,3	4,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,6	13,1	8,9	5,8	5,8
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,2	10,5	10,5
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	12,6	12,6
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	9,0	9,0
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,1	6,3	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,5
Saldo ROB (mln EUR)	1550	1298	751	2034	652	71	1269	-531	-378	-1551	-1686	-757	-757	-757
Eksport (r/r, %, EUR)	5,8	12,4	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	19,4	14,9	14,9	14,9
Import (r/r, %, EUR)	-2,4	6,2	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	32,9	25,2	25,2	25,2

* 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	4,8	4,8	4,5	4,8	4,5	4,8	-2,5	4,9	4,7	
Konsumpcja (% r/r)	0,1	13,1	5,0	3,0	3,1	3,0	3,1	3,2	-3,0	5,1	3,1	
Inwestycje (% r/r)	1,7	5,6	7,0	13,5	6,2	5,7	7,8	7,0	-9,0	7,9	6,8	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	7,3	29,2	16,3	7,9	7,0	7,5	7,3	7,5	0,1	14,1	7,3	
Import (ceny stałe, %, r/r)	10,3	34,5	20,0	9,8	8,1	7,9	8,0	8,0	-1,2	17,9	8,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	7,2	3,0	1,5	1,9	1,7	1,8	1,5	-1,8	2,9	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,9	1,1	2,9	0,8	0,8	1,3	1,6	-1,7	1,3	1,1
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,3	-0,8	-0,4	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,7	-0,9	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	6,0	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	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	0,21	2,38	2,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25	0,10	1,75	2,25	
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**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 08.11.2021 r.							
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Listopad	16,9			15,5
Wtorek 09.11.2021 r.							
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Wrzesień	13,0			13,5
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	22,3			20,0
Środa 10.11.2021 r.							
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	10,7			12,0
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	0,7			1,4
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Październik	0,4	0,5	0,6	
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Październik	0,2	0,2	0,4	
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Wrzesień	1,1			1,0
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Wrzesień	-1,1			
Czwartek 11.11.2021 r.							
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	269			
Piątek 12.11.2021 r.							
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	11,2	4,8	4,8	
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-1,6			-0,2
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	71,7	73,0	72,5	

* 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