



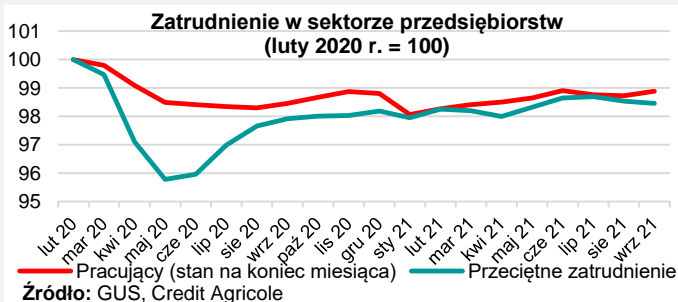


## W tym tygodniu

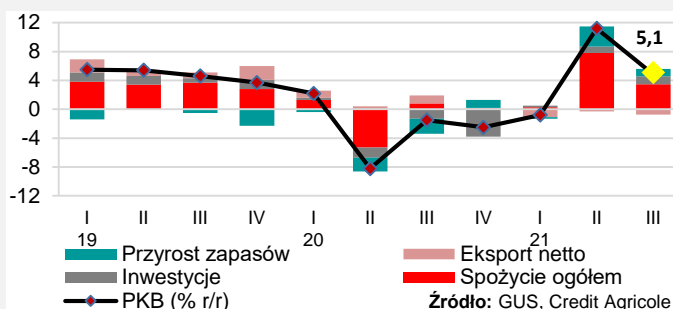
-  **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 1,3% m/m w październiku wobec wzrostu o 0,7% m/m we wrześniu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku szybszego wzrostu sprzedaży ogółem była wyższa sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 0,8% m/m w październiku z -1,3% we wrześniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Naszym zdaniem, dane dotyczące rozpoczętych budów (1586 tys. w październiku wobec 1555 tys. we wrześniu) i pozwoleń na budowę (1626 tys. wobec 1586 tys.), wskażą na lekkie ożywienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że publikacja danych z amerykańskiej gospodarki będzie neutralna dla rynków finansowych.
-  **Dzisiaj opublikowane zostały dane z Chin o produkcji przemysłowej (3,5% r/r w październiku wobec 3,1% we wrześniu), sprzedaży detalicznej (4,9% wobec 4,4%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (6,1% wobec 7,3%).** Dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej ukształtowały się tym samym powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 3,0% i 3,5%), podczas gdy dane o inwestycjach w aglomeracjach miejskich okazały się nieznacznie niższe od konsensusu rynkowego (6,3%). Wzrostowi dynamiki produkcji przemysłowej sprzyjała wyższa podaż węgla i energii elektrycznej. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że wzrost sprzedaży detalicznej wynikał z wyższych cen, podczas gdy zgodnie z naszymi szacunkami realna sprzedaż detaliczna obniżyła się. Mimo na ogół lepszych od oczekiwań danych z Chin w kolejnych miesiącach oczekujemy spowolnienia aktywności w tym kraju ze względu na kryzys energetyczny oraz kryzys na rynku nieruchomości, a także wchodzące w życie kolejne obostrzenia wraz z pogarszającą się sytuacją epidemiczną. Dzisiejsze dane nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym 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%. Tym samym nasza prognoza zakłada, że w IV kw. br. roczna dynamika chińskiego PKB zmniejszy się do ok. 4,0% r/r wobec 4,9% w III kw., 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 dzisiejsze dane z Chin są lekko pozytywne dla złotego.
-  **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego we wrześniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do -757 mln EUR wobec -1686 mln EUR w sierpniu, będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 19,4% r/r w sierpniu do 14,9% we wrześniu, a dynamika importu spadła z 32,9% r/r do 25,2%. W kierunku spadku dynamik eksportu i importu we wrześniu oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Biorąc pod uwagę postępujący spadek nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, publikacja danych o bilansie płatniczym będzie lekko negatywna dla kursu złotego i neutralna dla rentowności polskich obligacji.
-  **Dzisiaj opublikowane zostaną finalne dane o październikowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że tempo wzrostu cen ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (6,8% r/r wobec 5,9% we wrześniu). W kierunku wzrostu wskaźnika w październiku oddziaływało zwiększenie wkładów wszystkich składowych (cen żywności, paliw i nośników energii oraz wyższa inflacja bazowa). Inflacja w październiku ukształtuje się tym samym powyżej ścieżki z listopadowej projekcji inflacji (6,7% w IV kw. br.), co będzie wsparciem dla naszego scenariusza dla stóp procentowych (patrz poniżej). Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

**W piątek poznamy październikowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 0,4% r/r w październiku z 0,6% we wrześniu (efekty wysokiej bazy sprzed roku). W kierunku spadku zatrudnienia w ujęciu m/m w październiku br. oddziaływała również czwarta fala pandemii. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymywała się naszym zdaniem w październiku wciąż na podwyższonym poziomie (9,0% r/r wobec 8,7% we wrześniu). Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.



## W zeszłym tygodniu

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do 5,1% r/r w III kw. wobec 11,2% r/r w II kw.** Do silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego przyczyniło się głównie ustąpienie efektu niskiej ubiegłorocznej bazy związanego z pandemią COVID-19 i



towarzyszącymi jej restrykcjami ograniczającymi aktywność gospodarczą w II kw. 2020 r. Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w III kw. do 2,1% wobec 1,8% w II kw., co wskazuje na przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Tym samym PKB ukształtował się w III kw. na poziomie o 2,9% wyższym niż przed wybuchem pandemii (IV kw. 2019 r.). Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec miesiąca. Uważamy, że głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w III kw. była konsumpcja, wspierana przez efekt odłożonego popytu gospodarstw domowych i utrzymującą się poprawę sytuacji na rynku pracy (por. MAKROpuls z 12.11.2021). Dane o dynamice PKB w III kw. sygnalizują lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2021 r. (4,9%).

**W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** W zeszłym tygodniu poznaliśmy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która zmniejszyła się do 267 tys. wobec 271 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (265 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków zwiększyła się z 2,1 mln do 2,2 mln. Bezpośrednio przed wybuchem pandemii liczba kontynuowanych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wynosiła 1,7 mln. Dane nie zmieniają naszej oceny, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy stopniowo poprawia się i znajduje się on coraz bliżej równowagi. 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%). Jest to jednocześnie najwyższy poziom inflacji w USA od listopada 1990 r. Wzrost inflacji miał szeroki zakres i został odnotowany zarówno w przypadku nośników energii, żywności jak również inflacji bazowej, która zwiększyła się z 4,0% do 4,6% r/r, co jest jej najwyższym poziomem od września 1991 r. Warto odnotować, że wzrost inflacji utrzymuje się mimo wygasania efektu odłożonego

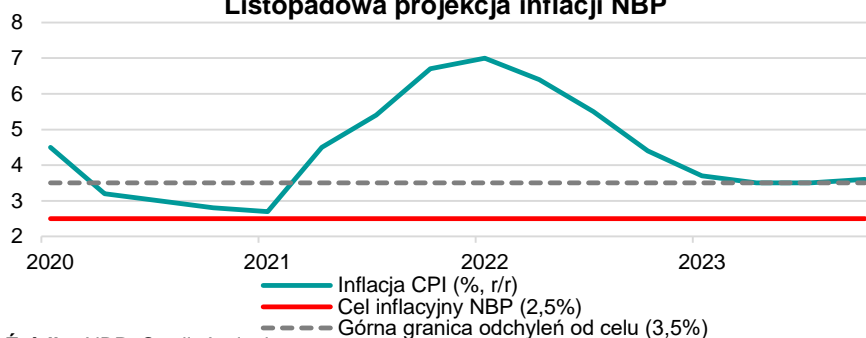
popytu, który był istotnym źródłem wyżej dynamiki cen w poprzednich miesiącach. Tym samym oczekujemy, że wysoka inflacja utrzyma się do II poł. 2022 r. Na silne pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w listopadzie do 66,8 pkt. wobec 71,7 pkt. w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (72,2 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych w USA jest najwyższa od ponad 30 lat inflacja oraz słabnący efekt wypłat środków w ramach pakietu fiskalnego Bidena. 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%. Jednocześnie ubiegłotygodniowe dane o inflacji stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza stóp procentowych w USA. Dane wskazujące na odkotwiczenie długoterminowych oczekiwań inflacyjnych mogą bowiem skłonić Fed do szybszej normalizacji polityki pieniężnej.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Niemiec.** Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w listopadzie do 31,7 pkt. wobec 22,3 pkt. w październiku i ukształtował się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (20,2 pkt.). Jest to tym samym pierwszy wzrost indeksu od maja br. Zgodnie z komunikatem nastroje respondentów pozostają pod wpływem utrzymujących się barier podażowych oraz podwyższonej inflacji. Poprawiają się natomiast oczekiwania dotyczące perspektyw sytuacji gospodarczej w przyszłości, co było przyczyną wzrostu indeksu. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. nadwyżki w niemieckim bilansie handlowym, która zwiększyła się we wrześniu do 13,2 mld EUR wobec 13,0 mld EUR w sierpniu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (13,5 mld EUR). Przyczynił się do tego wzrost dynamiki eksportu (-0,7% m/m we wrześniu wobec -1,2% w sierpniu) przy jednoczesnym spadku dynamiki importu (0,1% wobec 3,5%). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 3,2% wobec spadku o 4,6% w 2020 r.

## Słaby złoty oznacza konieczność dalszych podwyżek stóp procentowych

Dwa tygodnie temu Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych (z 0,50% do 1,25%). W komunikacie 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 (por. MAKROmapa z 3.11.2021). W konsekwencji, Rada zdecydowała się na dalsze zaostrzenie polityki pieniężnej, którego celem jest obniżenie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. Komunikat po posiedzeniu podkreślił zatem wzrost znaczenia oczekiwanej inflacji w funkcji reakcji RPP.

Listopadowa projekcja inflacji NBP

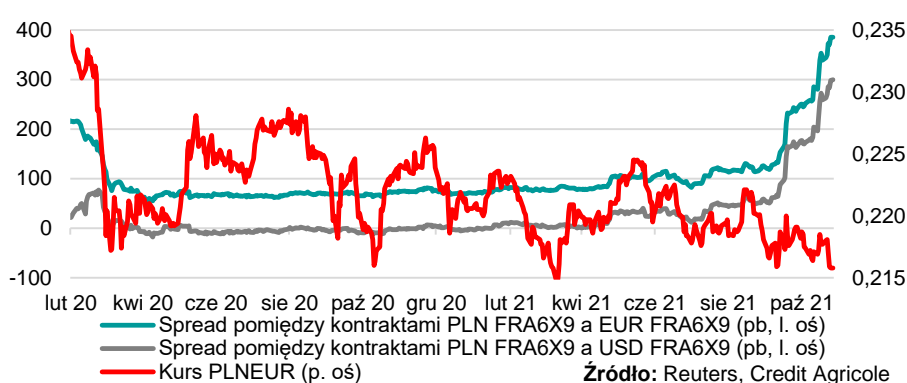


Źródło: NBP, Credit Agricole

Zgodnie z listopadową projekcją NBP – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja ukształtuje się na poziomie 3,5-3,6% r/r w II połowie 2023 r., czyli w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej (por. wykres). Wyniki badań nad mechanizmem transmisji w polityce pieniężnej wskazują, że po uwzględnieniu listopadowej

podwyżki stóp procentowych o 75 pb oczekiwana w projekcji inflacja w II poł. 2023 r. spadłaby nieznacznie poniżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego RPP (3,5%).

W ramach mechanizmu transmisji polityki pieniężnej można wyróżnić trzy główne kanały oddziaływania: kanał stopy procentowej (transmisja podwyżek stopy referencyjnej do stóp depozytowych i kredytowych w bankach komercyjnych, a także do rentowności obligacji i cen akcji), kanał kredytowy (skłonność i zdolność banków komercyjnych do udzielania kredytów, a więc na podaż kredytu) oraz kanał kursowy (umocnienie złotego). Zgodnie z wynikami badań nad transmisją polityki pieniężnej, maksymalna reakcja inflacji bazowej na wzrost krótkoterminowej stopy procentowej o 1 pkt proc. na okres czterech kwartałów następuje w szóstym kwartale po zmianie stopy i wynosi ok. -0,5 pkt. proc. Skala reakcji inflacji ogółem na impuls stopy procentowej jest podobna. W normalnych warunkach, maksymalna reakcja inflacji bazowej jest powodowana w około jednej trzeciej efektami kanału stopy procentowej i kanału kredytowego, a w dwóch trzecich efektami kanału kursu walutowego. Należy jednak zwrócić uwagę, że kanał kursowy transmisji stóp procentowych na inflację jest obecnie niedrożny, bowiem kurs złotego nie umacnia się pomimo zacieśnienia polityki pieniężnej. Wyłączając zatem ten kanał transmisji, można w uproszczeniu powiedzieć, że podwyżka stóp procentowych o 100 pb na okres czterech kwartałów spowoduje spadek inflacji o ok. 0,2 pkt. proc. po sześciu kwartałach od decyzji o zacieśnieniu polityki pieniężnej.

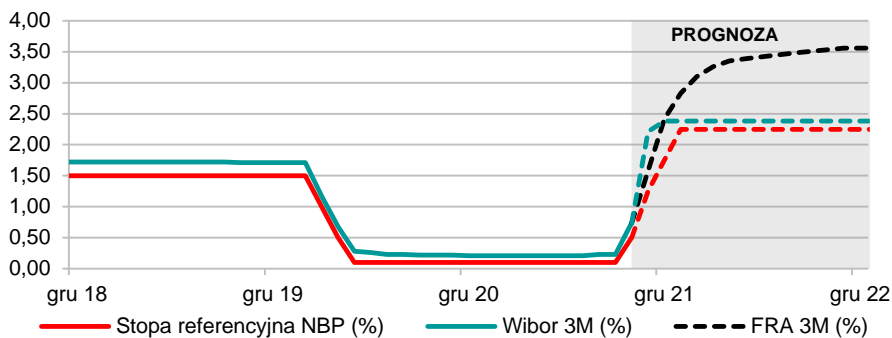


Uważamy, że kanał kursowy transmisji stóp procentowych pozostanie niedrożny również w najbliższych miesiącach. Czynnikiem ograniczającym aprecjację kursu złotego jest utrzymujący się spór prawny na linii UE-Polska opóźniający uruchomienie Krajowego Planu Odbudowy oraz rynkowe oczekiwania na zacieśnienie 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. Uzasadnienie tych operacji ze strony NBP było niejasne, a tym samym mogły być one umotywowane podniesieniem zysku NBP na koniec ub. br. Choć ryzyko, że NBP zastosuje ten instrument ponownie, nie jest w naszej ocenie znaczące, część inwestorów może się obawiać ponownej deprecjacji kursu złotego w ostatnich dniach roku. Nawet jeśli osłabienie kursu złotego pod koniec grudnia br. nie byłoby celem NBP, bank centralny będzie reagował na ewentualne umocnienie kursu złotego starając się ograniczyć jego skalę.

Zgodnie z wypowiedziami niektórych przedstawicieli RPP, konieczne jest dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Taki scenariusz zarysował w ubiegłym tygodniu Ł. Hardt. J. Żyżyński zwrócił uwagę, że wzrost inflacji powyżej projekcji oznaczałby potrzebę podniesienia stóp procentowych o kolejne 75pb od obecnego poziomu. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że taki alternatywny scenariusz inflacyjny już się realizuje (w październiku inflacja wyniosła 6,8% r/r wobec 6,7% prognozowanych na IV kw. br. w projekcji). Z kolei A. Glapiński zadeklarował na konferencji po listopadowym posiedzeniu, że RPP „zrobi wszystko co w jej zakresie żeby sprowadzić inflację do celu”.





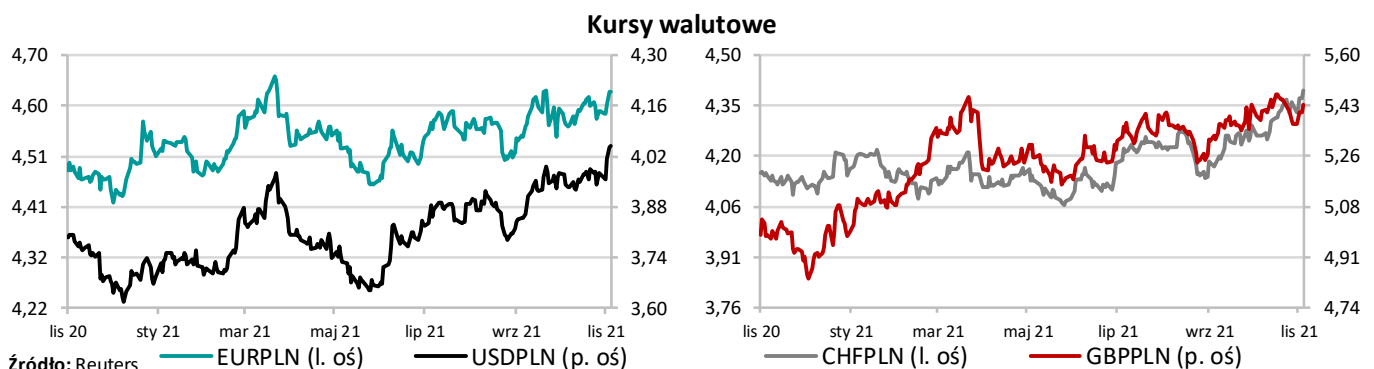
Źródło: Reuters, Credit Agricole

Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną podniesione o 50pb w grudniu i o kolejne 50pb w styczniu 2022 r. do poziomu 2,25%. Zakładając utrzymującą się niedrożność kanału kursowego łączna podwyżka stóp procentowych o 175pb (75pb w listopadzie plus oczekiwane 100 pb) i ich późniejsza stabilizacja co najmniej do końca 2022 r.

obniżyłaby inflację o ok. 0,3-0,4 pkt. proc. w II poł. 2023 r. sprowadzając ją w okolice 3,0%. Uważamy, że materializacja takiego scenariusza byłaby akceptowalna zarówno dla obecnej, jak i kolejnej RPP, jeśli podtrzymana zostanie przedstawiana wcześniej interpretacja celu inflacyjnego jako pasma (2,5% +/- 1 pkt proc.). Naszym zdaniem skala podwyżek stóp procentowych wyceniana obecnie przez rynki (do ponad 3% w horyzoncie kilku miesięcy) jest nadmierna.

Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza stóp procentowych w Polsce w związku z oczekiwanym przez rynki szybszym zacieśnieniem polityki pieniężnej przez FED (patrz wyżej), a w rezultacie słabszym kursem złotego. Nasz scenariusz bazowy jest jednak również obciążony ryzykiem w dół z uwagi na kryzys na wschodniej granicy. W przypadku jego eskalacji RPP będzie mniej skłonna do podwyżek stóp procentowych pomimo wysokiej inflacji. Bilans tych dwóch czynników ryzyka przechyla się obecnie w stronę wyższych stóp procentowych.

## Krajowe dane o inflacji kluczowe dla złotego



Źródło: Reuters

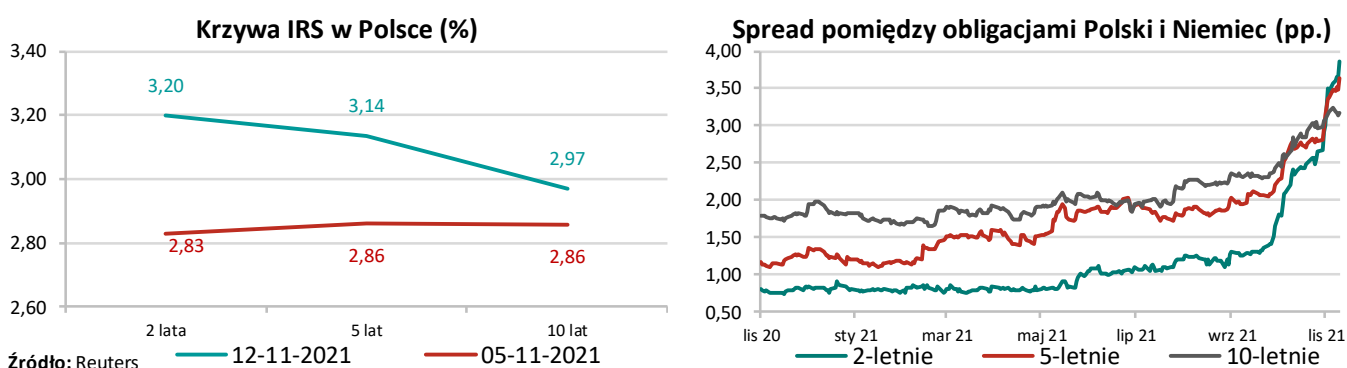
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6311 (osłabienie złotego o 0,8%).** Na początku tygodnia mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu złotego. Od środy obserwowany był wzrost kursu EURPLN. Podobna tendencja obserwowana była również w przypadku kursu EURHUF, co wskazuje na wspólną przyczynę osłabienia złotego i forinta względem euro. W naszej ocenie w znacznym stopniu było ono związane z publikacją wyższych od konsensusu rynkowego danych o inflacji w USA, co nasiliło oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez Fed prowadząc do odpływu kapitału z rynków wschodzących, m.in. z Polski i Węgier. Co więcej, deprecjacji złotego sprzyjała mniejsza płynność na rynku ze względu na długie weekendy. Publikacja krajowych danych o PKB nie miała istotnego wpływu na rynek.

W ubiegłym tygodniu obserwowane było również dalsze osłabienie euro względem dolara. Sprzyjają mu różnice w nastawieniu w polityce pieniężnej Fed i EBC, gdzie w przypadku USA inwestorzy oczekują szybszego podnoszenia stóp procentowych niż w strefie euro, a także wspomniana wyżej publikacja wyższych od oczekiwań danych o inflacji w USA. Ze względu na spadek kursu EURUSD i wzrost kursu

EURPLN, kurs USDPLN przekroczył w ubiegłym tygodniu poziom 4,06, co jest jego najwyższą wartością od maja 2020 r.

Opublikowane dzisiaj rano dane z Chin są lekko pozytywne dla złotego. W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja krajowych danych o inflacji. Niemniej są to dane finalne, stąd nie oczekujemy aby miały one silny wpływ na kurs EURPLN. Lekko negatywne dla złotego mogą być natomiast krajowe dane o bilansie płatniczym. Bez istotnego wpływu na kurs polskiej waluty będą naszym zdaniem pozostałe dane z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw). Uważamy, że neutralne dla kursu złotego będą także dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, rozpoczęte budowy, nowe pozwolenia na budowę).

## Krzywa dochodowości coraz bardziej odwrócona



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 3,20 (wzrost o 37 pb), 5-letnie do 3,14 (wzrost o 28 pb), a 10-letnie do 2,97 (wzrost o 11 pb).** Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia ze wzrostem stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy). Wzrostowi stawek IRS na rynkach bazowych sprzyjają oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne w obliczu utrzymującego się silnego wzrostu inflacji na świecie. Warto jednocześnie zwrócić uwagę na odwrócenie krzywej dochodowości, podczas gdy wcześniej krzywa się jedynie wyplaszczała. Wzrost oczekiwań dotyczący podwyżek stóp koncentruje się na krótkim końcu krzywej. Oznacza to, że w dłuższej perspektywie rynek wycenia korektę stóp procentowych w dół. Publikacja krajowych danych o PKB nie miała istotnego wpływu na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie dzisiejsza publikacja krajowych danych o inflacji. Nie oczekujemy jednak aby miały one istotny wpływ na stawki IRS. Neutralne dla krzywej będą najprawdopodobniej również pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw). Uważamy, że dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, rozpoczęte budowy, nowe pozwolenia na budowę) nie będą miały znaczącego wpływu na stawki IRS.

## 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	<b>4,60</b>
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	<b>3,93</b>
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	<b>4,36</b>
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	<b>6,8</b>	
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	<b>4,5</b>	
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	<b>5,8</b>	
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	<b>10,5</b>	
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	<b>12,6</b>	
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	<b>9,0</b>	
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	<b>0,4</b>	
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	<b>5,5</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	1550	1298	751	2034	652	71	1269	-531	-378	-1551	-1686	<b>-757</b>		
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	<b>14,9</b>		
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	<b>25,2</b>		

\* 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	5,1	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	5,6	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	9,4	9,2	9,6	9,3	9,2	9,2	5,3	8,7	9,3	
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**
<b>Poniedziałek 15.11.2021 r.</b>							
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	3,1	2,8	3,0	
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	4,4	3,5	3,5	
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Październik	7,3	6,2	6,2	
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>-1686</b>	<b>-757</b>	<b>-1263</b>	
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	19,8		20,5	
<b>Wtorek 16.11.2021 r.</b>							
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	2,2	2,3	2,2	
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	3,7		3,7	
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	0,7	1,3	1,4	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-1,3	0,8	0,7	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Październik	75,2		75,7	
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Wrzesień	0,6		0,6	
<b>Środa 17.11.2021 r.</b>							
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	4,1	4,1	4,1	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	267			
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1555	1586	1578	
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1586	1626	1640	
<b>Czwartek 18.11.2021 r.</b>							
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	23,8		22,0	
<b>Piątek 19.11.2021 r.</b>							
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	13,4			

\* 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