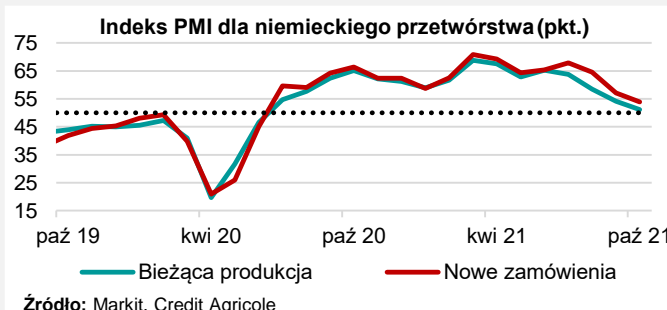


W tym tygodniu

Najistotniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w listopadzie do 52,9 pkt. wobec 54,2 pkt. w październiku. W kierunku obniżenia tempa wzrostu aktywności (przede wszystkim w sektorze usług) oddziaływało pogorszenie sytuacji epidemiologicznej. Niewielki spadek wskaźnika zaobserwujemy również w niemieckim przetwórstwie (do 57,5 pkt. w listopadzie z 57,8 pkt. w październiku). W środę opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszyła się do 96,8 pkt. w listopadzie z 97,7 pkt. w październiku. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla złotego i cen polskich obligacji.

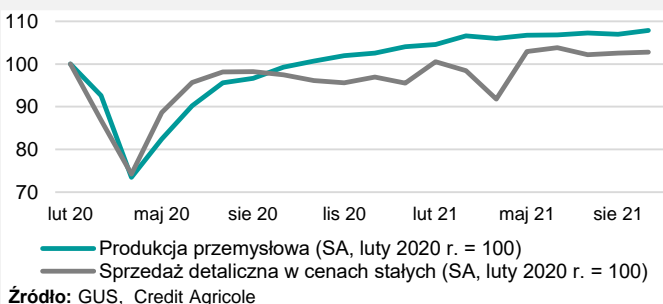


Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja Minutes z ostatniego posiedzenia FOMC. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell, podkreślił, że zakończenie wygaszania programu skupu aktywów (tzw. *tapering*) nie jest równoznaczne z sygnałem do podnoszenia stóp procentowych. Ważnym elementem *Minutes* będą zatem informacje dotyczące różnic w oczekiwaniach poszczególnych członków Fed dotyczących terminu i tempa zacieśniania polityki pieniężnej po całkowitym wygaszeniu programu luzowania ilościowego w 2022 r. Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA. W środę poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które naszym zdaniem zmniejszyły się w październiku o 0,5% m/m wobec spadku o 0,3% we wrześniu z uwagi na niższe zamówienia w firmie Boeing. Oczekujemy, że inflacja bazowa PCE zwiększyła się do 4,1% r/r w październiku z 3,6% r/r we wrześniu i ukształtowała się na najwyższym poziomie od 1991 r. Uważam, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (785 tys. w październiku wobec 800 tys. we wrześniu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,25 mln wobec 6,29 mln) wskażą na lekkie spowolnienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (67,0 pkt. w listopadzie wobec 71,7 pkt. w październiku) wskaże na pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych z uwagi na silny wzrost inflacji. W tym tygodniu poznamy również drugi szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego (zannualizowane) tempo wzrostu PKB zostało zrewidowane nieznacznie w górę (do 2,1% wobec 2,0% we wstępnym szacunku). Uważamy, że wpływ publikacji danych z amerykańskiej będzie miał ograniczony wpływ na rynki finansowe.

Dzisiaj opublikowane zostaną dane o październikowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 5,8% r/r wobec 8,8% we wrześniu. Na zmniejszenie dynamiki produkcji złożyły się efekty wysokiej bazy sprzed roku i niekorzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje powyżej konsensusu rynkowego (5,3%), tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

We wtorek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanej w Polsce. Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 12,6% r/r wobec wzrostu o 11,1% we wrześniu. W kierunku zwiększenia dynamiki nominalnej sprzedaży oddziaływał szybszy wzrost cen paliw i żywności. Z kolei w przeciwny wpływ miały niekorzystne efekty kalendarzowe oraz pogorszenie nastrojów konsumenckich (por. MAKROpuls z 19.11.2021). Oczekujemy, że publikacja danych o sprzedaży detalicznej będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

Zgodnie z finalnymi danymi GUS inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w październiku do 6,8% r/r wobec 5,9% we wrześniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Tym samym inflacja ukształtowała się na najwyższym poziomie od maja 2001 r. i od 7 miesięcy pozostaje powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki żywności i napojów bezalkoholowych (5,0% r/r w październiku wobec 4,4% we wrześniu), nośników energii (10,5% wobec 7,3%), paliw (33,9% wobec 28,6%), a także inflacji bazowej, która zwiększyła się w październiku do 4,5% r/r wobec 4,2% we wrześniu i ukształtowała się na najwyższym poziomie od października 2001 r. Warto odnotować, że wzrost inflacji bazowej przyspiesza 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, którego kumulacja ma proinflacyjny charakter. Wsparcie dla takiej oceny stanowi utrzymujący się wzrost inflacji w kategorii „restauracje i hotele”. Można jednak oczekiwać, że w kolejnych miesiącach efekt ten znacznie stopniowo wygasać. Inną przyczyną wzrostu inflacji bazowej jest 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”, „urządzenia i sprzęt terapeutyczny” czy też „samochody osobowe” (por. MAKROpuls z 15.11.2021). Wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań październikowe dane o inflacji skłoniły nas do rewizji naszej ścieżki inflacji (patrz poniżej).

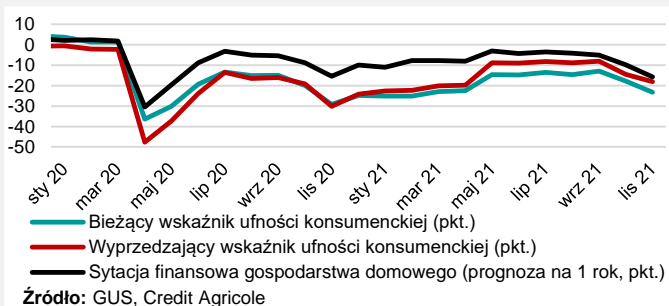
Podnieśliśmy naszą prognozę inflacji (por. tabela kwartalna). Rewizja wynika głównie z uwzględnienia niespodzianki inflacyjnej odnotowanej w październiku, w wyniku czego podniósł się punkt startowy, a w rezultacie również cała ścieżka inflacji bazowej. Ponadto zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę cen żywności. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” zmniejszy się w 2021 r. do 2,9% r/r wobec 4,8% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie do 4,8% r/r (odpowiednio 2,8% i 4,4% przed rewizją). Rewizja uwzględnia odnotowany w ostatnim czasie silny wzrost cen kontraktów terminowych na zboża i rośliny oleiste, który w kolejnych miesiącach będzie podbijał dynamikę cen w kategoriach „pieczywo i produkty zbożowe” oraz „oleje i tłuszcze”. Do rewizji ścieżki cen żywności skłoniło nas również ostatnie wyraźne przyspieszenie wzrostu cen produktów mlecznych będące konsekwencją pogarszającej się sytuacji popytowo-podażowej na tym rynku. Uważamy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych osiągnie swoje maksimum lokalne w I kw. 2022 r. i w kolejnych kwartałach będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym. Naszym zdaniem istnieje niskie

prawdopodobieństwo, aby w całym horyzoncie prognozy spadła ona poniżej poziomu 3% r/r. Podsumowując, prognozujemy, że inflacja kształtuje się przeciętnie na poziomie 4,9% r/r w br. (bez zmian) i wyniesie 5,8% przeciętnie w 2022 r. (wcześniej 5,5%). Obserwowane obecnie osłabienie złotego jest czynnikiem proinflacyjnym, sygnalizującym ryzyko w górę dla naszej zrewidowanej prognozy inflacji.

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się we wrześniu do -1339 mln EUR wobec -1441 mln EUR w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-1263 mln EUR) i naszej prognozy (-757 mln EUR). Tym samym jest to 5 miesięcy z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższego salda obrotów towarowych (o 1168 mln EUR wyższe niż w sierpniu), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe salda usług, dochodów pierwotnych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 81 mln EUR, 608 mln EUR i 377 mln EUR niższe niż w sierpniu). Jednocześnie we wrześniu obniżyła się zarówno dynamika eksportu (12,2% r/r we wrześniu wobec 18,9% w sierpniu), jak i importu (21,5% wobec 31,6%), co w znacznym stopniu wynikało z efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Zgodnie z komunikatem NBP czynnikami negatywnymi dla salda obrotów towarowych pozostają rosnące ceny surowców oraz pogłębiające się niedobory na rynku półprzewodników. Wyższe ceny surowców oddziałują w kierunku wzrostu wartości importu, podczas gdy niedobory półprzewodników ograniczają polski eksport, co jest szczególnie widoczne w branży motoryzacyjnej. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB nie zmieniło się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniosło 1,7%, utrzymując się w ostatnich miesiącach wyraźny deficyt na rachunku obrotów bieżących jest – obok relatywnie niskiego na tle pozostałych krajów regionu poziom stóp procentowych w Polsce, zaostrenia sporu na linii Polska-UE i napięć na granicy z Białorusią – czynnikiem negatywnym dla kursu złotego.

Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w październiku do 8,4% r/r wobec 8,7% we wrześniu. Dane o wynagrodzeniach wskazują, że mimo nasilających się sygnałów płynących od przedsiębiorstw i wskazujących na narastanie bariery w postaci braku wykwalifikowanych pracowników i towarzyszącej jej presji płacowej, tendencja do wzrostu dynamiki płac pozostaje umiarkowana.


Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w październiku do 0,5% r/r wobec 0,6% we wrześniu. W ujęciu miesięcznym




zatrudnienie zwiększyło się w październiku o 3,9 tys. osób wobec spadku o 4,8 tys. we wrześniu. Wzrost zatrudnienia w październiku sprawił, że jego poziom był o 94,8 tys. osób niższy niż przed wybuchem pandemii, tj. w lutym 2020 r. Realna dynamika funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w październiku do 2,0% r/r wobec 3,3% we wrześniu i 4,4% w III kw. Tym samym ukształtowała się na najniższym poziomie od lutego br. Spowolnienie wzrostu realnego funduszu płac w październiku stanowi wsparcie dla naszej prognozy silnego obniżenia dynamiki konsumpcji do 3,0% r/r w IV kw. br. z 5,0% r/r w III kw. Wsparciem dla tego scenariusza jest również odnotowane w listopadzie dalsze pogorszenie nastrojów konsumenckich, które w naszej ocenie jest spowodowane głównie przez silny wzrost inflacji (por. MAKROpuls z 19.11.2021).

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki. W zeszłym tygodniu poznaliśmy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która zmniejszyła się do 268 tys. wobec 269 tys. dwa tygodnie temu (rewizja w górę z 267 tys.), kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (260 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków zmniejszyła 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 stanowią wsparcie dla naszej oceny, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy stopniowo poprawia się i znajduje się on coraz bliżej równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zwiększyła się w październiku do 1,6% wobec -1,3% we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,7%). W kierunku jej wzrostu oddziaływała wyższa dynamika produkcji we wszystkich jej głównych kategoriach: dostarczaniu mediów, górnictwie oraz przetwórstwie. Czynnikiem sprzyjającym silnemu zwiększeniu dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy wrześniem a październikiem było ustąpienie wpływu huraganu Ida, który ograniczał produkcję we wrześniu. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w październiku do 76,4% wobec 75,2% we wrześniu i tym samym pozostaje już tylko nieznacznie poniżej poziomów sprzed pandemii (ok. 77%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna dynamika zwiększyła się w październiku do 1,7% wobec 0,8% we wrześniu (rewizja w górę z 0,7%), co było powyżej oczekiwań rynku (1,4%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży wzrosła w październiku do 1,7% wobec 0,7% we wrześniu (rewizja w dół z 0,8%). Zwiększenie dynamiki sprzedaży detalicznej odnotowano w większości kategorii. Wzrostowi sprzedaży detalicznej w USA sprzyjają realizacja odłożonego popytu, a także środki przekazane gospodarstwom domowym w ramach pakietu fiskalnego Bidena, niemniej efekt ten już wygasa. Czynnikiem pozytywnym dla dynamiki sprzedaży detalicznej w październiku było również wcześniejsze realizowanie zakupów świątecznych przez konsumentów, którzy obawiają się wystąpienia niedoborów niektórych produktów przed świętami ze względu na bariery podażowe. Wsparcie dla takiej oceny stanowi silny wzrost dynamiki sprzedaży w kategorii „urządzenia elektroniczne”. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. pozwoleń na budowę (1650 tys. w październiku wobec 1586 tys. we wrześniu) oraz rozpoczętych budów (1520 tys. wobec 1530 tys.), które wskazały na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Na poprawę sytuacji w przetwórstwie wskazał z kolei regionalny wskaźnik koniunktury NY Empire State (30,9 pkt. w listopadzie wobec 19,8 pkt. w październiku) oraz Philadelphia Fed (39,0 pkt. wobec 23,8 pkt.). Ze względu na utrzymujące się na świecie bariery podażowe, które są negatywne dla wkładu eksportu netto do amerykańskiego PKB, 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%.

 **W ubiegłym tygodniu opublikowany został drugi szacunek PKB w strefie euro.** Kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększyła się w III kw. do 2,2% wobec 2,1% w II kw. (3,7% r/r w III kw. wobec 14,2% w II kw.), a tym samym nie zmieniła się względem pierwszego szacunku. W kierunku wzrostu dynamiki PKB w strefie euro oddziaływało wyższe tempo wzrostu PKB m.in. we Francji (3,0% wobec 1,3%), Hiszpanii (2,0% wobec 1,1%), podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie dynamiki PKB w Niemczech (1,8% wobec 1,9%), we Włoszech (2,6% wobec 2,7%) oraz w Holandii (1,9% wobec 3,8%). Oznacza to, że PKB w strefie euro, a także w Niemczech, Francji, Włoszech i Hiszpanii pozostaje poniżej poziomu sprzed pandemii (odpowiednio o 0,5%, 1,1%, 0,1%, 1,4% i 6,6% niższy niż w IV kw. 2019 r.). Jedyną dużą gospodarką strefy euro, która osiągnęła w III kw. PKB wyższy niż w IV kw. 2019 r. była Holandia (o 1,7%). Kolejny szacunek PKB w strefie euro poznamy 7 grudnia. Prognozujemy, że PKB w strefie euro zwiększy się w 2021 r. o 5,4% r/r wobec spadku o 6,4% w 2020 r., w 2022 r. wzrośnie o 4,4%.

 **Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu EURUSD.** Rozbieżności pomiędzy perspektywami gospodarczymi w USA i strefie euro (dobre dane napływające zza oceanu będące w kontraście do słabej koniunktury w obszarze wspólnej waluty będącej pod wpływem IV fali pandemii) oraz bardziej jastrzębie nastawienie Fed w porównaniu do EBC skłoniło nas do obniżenia ścieżki kursu EURUSD do 1,14 na koniec br. i 1,19 na koniec 2022 r. W rezultacie oczekujemy, że kurs USDPLN ukształtuje się na poziomie 4,04 na koniec 2021 r. i wyniesie 3,70 na koniec 2022 r.

Jak szok energetyczny wpływa na sytuację gospodarczą w Polsce?

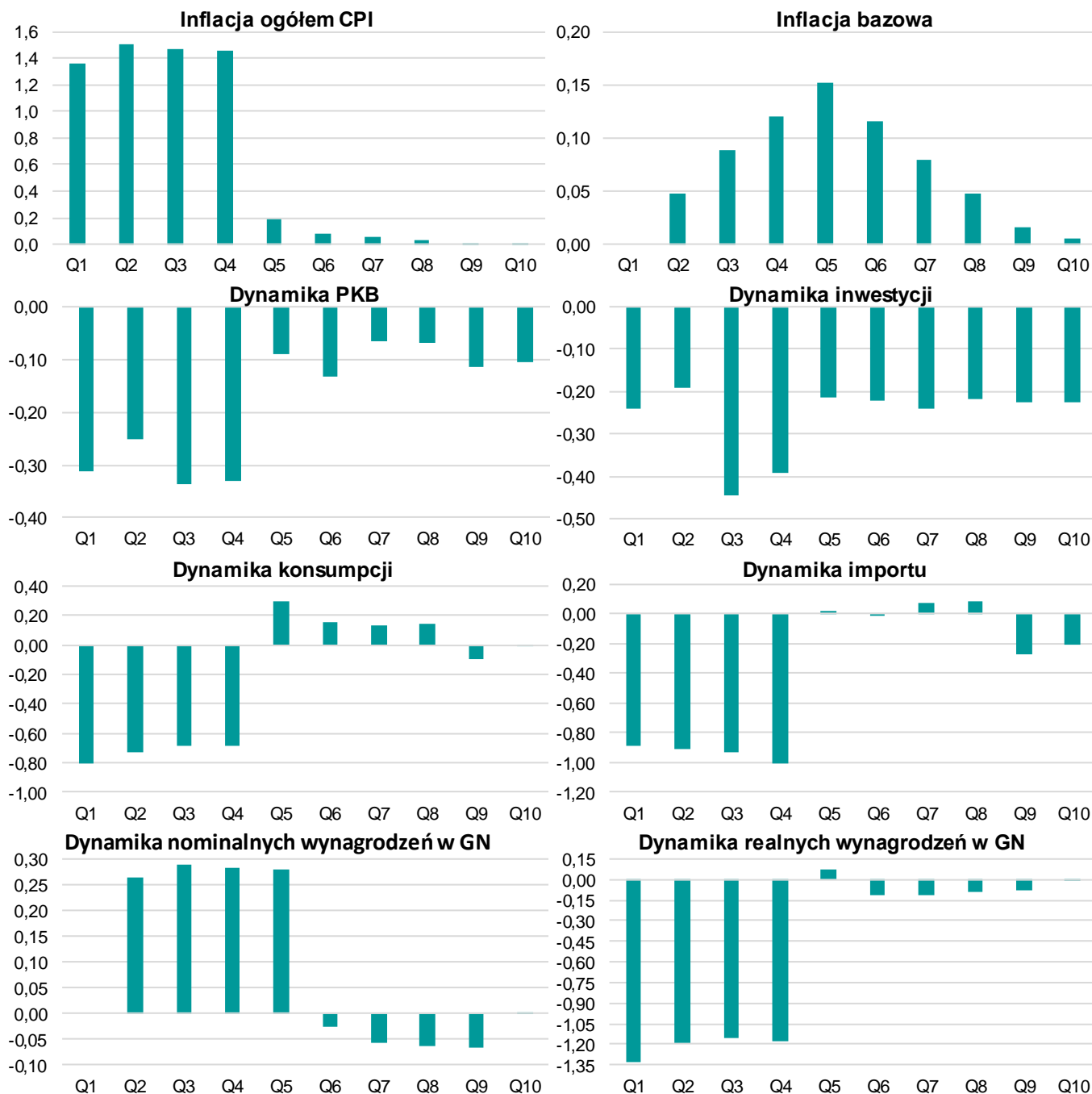
W ostatnich miesiącach mieliśmy do czynienia ze znaczącym wzrostem cen ropy oraz innych surowców energetycznych na światowych rynkach. Taki szok podaży oddziałuje nie tylko w kierunku wzrostu inflacji, ale ma również wpływ na realną sferę gospodarki. W poniższej analizie oszacowaliśmy, jak szok energetyczny wpływa na kształtowanie się wybranych wskaźników makroekonomicznych w Polsce.

W celu oszacowania konsekwencji wyższych cen surowców energetycznych na sytuację gospodarczą w Polsce posłużyliśmy się naszym kwartalnym, wielorównaniowym modelem prognostycznym i na potrzeby analizy zdefiniowaliśmy dwa scenariusze. W scenariuszu szoku podaży, ceny nośników energii ujęte w koszyku inflacyjnym gospodarstw domowych (ceny prądu, gazu, energii cieplnej i opału) oraz ceny ropy Brent na światowym rynku zostają trwale podniesione o 10% na początku symulacji. Scenariusz bazowy, w którym wspomniana podwyżka cen się nie materializuje, stanowi natomiast punkt odniesienia dla scenariusza szokowego. Następnie możemy prześledzić kształtowanie się odchyleń pomiędzy ścieżkami wybranych zmiennych makroekonomicznych w scenariuszu szokowym i bazowym w poszczególnych kwartałach od wystąpienia szoku podaży (por. wykres).

Polska jest importers netto surowców energetycznych (ich konsumpcja jest wyższa niż krajowe wydobycie), co oznacza, że wzrost jej ceny przyczynia się do spadku realnego dochodu narodowego brutto. Zakup takiej samej ilości surowców wiąże się bowiem z wyższymi kosztami, które pochłaniają dochód, który w innym przypadku mógłby zostać wykorzystany w inny sposób (oszczędzony lub wydany). Wyższe ceny na rynkach światowych oddziałują w kierunku wzrostu krajowych cen. Szacujemy, że w pierwszym roku inflacja CPI w scenariuszu szokowym ukształtuje się na poziomie o ok. 1,4 pkt. proc. wyższym niż w scenariuszu bazowym. Efekty proinflacyjne nie ograniczają się jednak tylko do segmentów koszyka inflacyjnego bezpośrednio powiązanego z surowcami energetycznymi (ceny paliw i innych nośników energetycznych), ale są również z opóźnieniem odczuwalne poprzez wzrost inflacji bazowej z uwagi na wzrost kosztów produkcji w wielu branżach, które są częściowo przerzucane na konsumentów. Efekty szoku podaży na inflacji szybko wygasają. W drugim roku od wystąpienia szoku inflacja ogółem i inflacja bazowa są już tylko wyższe o 0,1 pkt. proc. niż w scenariuszu bazowym.

Ze względu na wzrost cen, presja na wzrost wynagrodzeń ze strony gospodarstw domowych nasila się. W rezultacie, w pierwszym roku od wystąpienia szoku podaży dynamika nominalnych wynagrodzeń gospodarstw domowych wzrasta średniorocznie o 0,2 pkt. proc. w porównaniu do scenariusza bazowego. Oznacza to, że dynamika realnych wynagrodzeń obniży się o 1,2 pkt. proc. w porównaniu do scenariusza bazowego, co spowoduje spadek siły nabywczej konsumentów. Zakładając brak zmian stopy oszczędności gospodarstw domowych szacujemy, że efekt ten w scenariuszu szokowym przyczyni się do spadku dynamiki konsumpcji prywatnej o 0,7 pkt. proc. w pierwszym roku od wystąpienia szoku. Z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy, dynamika konsumpcji w drugim roku po wystąpieniu szoku będzie o 0,2 pkt. proc. wyższa niż w scenariuszu bazowym.

W przypadku przedsiębiorstw, scenariusz szokowy w porównaniu do scenariusza alternatywnego oznacza zwiększenie kosztów działalności (wzrost płac, cen surowców, półproduktów). Prowadzi to do obniżenia zysków z działalności i zmniejszenia inwestycji, co ma negatywny wpływ na wzrost PKB. W naszym modelu ceny surowców energetycznych okazały się statystycznie nieistotne w równaniu objaśniającym nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw, więc efekt spadku inwestycji w scenariuszu szokowym może być niedoszacowany i materializuje się głównie poprzez kanał spadku popytu i zmniejszenia stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych. W rezultacie oczekujemy, że w scenariuszu szokowym dynamika realnych inwestycji ogółem będzie niższa o 0,3 pkt. proc. niż w scenariuszu bazowym.

Makroekonomiczne efekty szoku podażowego*


*różnica pomiędzy ścieżkami wybranej zmiennej w scenariuszu szokowym i bazowym (w pkt. proc.) w kolejnych kwartałach od wystąpieniu szoku. Szok podażowy zdefiniowany jest jako trwały wzrost ceny ropy Brent i cen innych nośników energii o 10%

Źródło: Credit Agricole

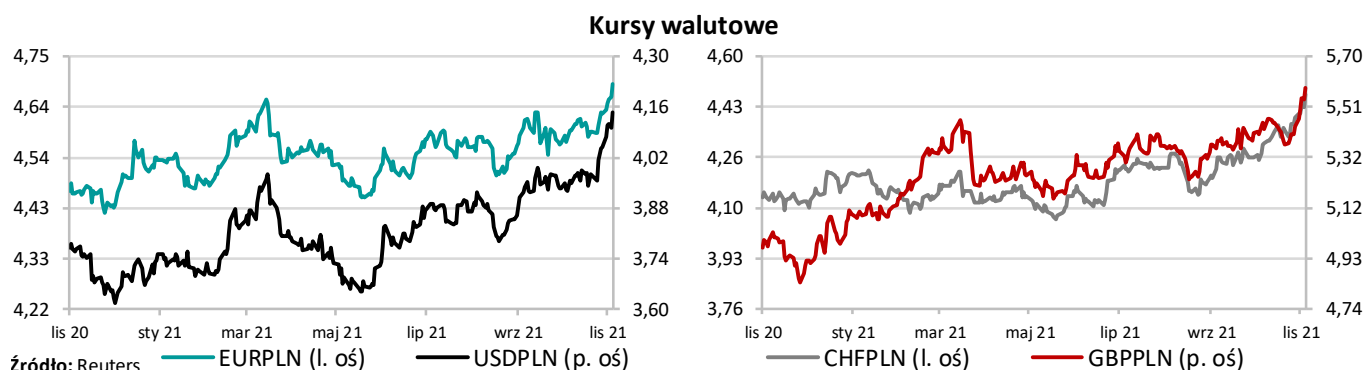
Czynnikiem, który przyczynia się do zmniejszenia aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw jest również spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro. Zgodnie z badaniami przygotowanymi przez EBC, trwały wzrost cen ropy o 10% powoduje obniżenie tempa wzrostu o 0,1-0,2 pkt. proc. w horyzoncie trzech lat. W scenariuszu szokowym obniżyliśmy trajektorię wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty o 0,2 pkt. proc. w horyzoncie symulacji. Ze względu na to, że unia monetarna jest największym partnerem

handlowym Polski, spadek dynamiki aktywności w obszarze wspólnej waluty oddziaływałby również w kierunku spowolnienia eksportu Polski (o 0,3 pkt. proc. w pierwszym roku od wystąpienia szoku).

Niekorzystny efekt szoku podażowego na wzrost PKB będzie ograniczany przez jednoczesne obniżenie dynamiki importu (o 0,9 pkt. proc. w porównaniu do scenariusza bazowego). Spadek konsumpcji prywatnej i inwestycji ogółem oddziałuje bowiem nie tylko w kierunku zmniejszenia popytu krajowego, ale również importu towarów zza granicy. Tym samym, w scenariuszu szokowym dynamika PKB kształtuje się średniorocznie na poziomie o 0,3 pkt. proc. niższym niż w scenariuszu bazowym w pierwszym roku od wystąpienia szoku podażowego i o 0,1 pkt. proc. w kolejnym roku.

W powyższym opisie skupiliśmy się na przedstawieniu efektów szoku podażowego w pierwszym roku od jego wystąpienia, gdyż w drugim roku jego wpływ na kształtowanie się głównych zmiennych makroekonomicznych jest już zaniedbywalny. Dokładny przebieg odchyień pomiędzy ścieżkami wskaźników w scenariuszu szokowym i bazowym w horyzoncie 10 kwartałów od wystąpienia szoku podażowego przedstawiony został na wykresie. Na podstawie przedstawionych powyżej obliczeń i przeprowadzonych dodatkowych symulacji szacujemy, że wzrost cen ropy i innych nośników energii, który zrealizował się od początku 2021 r. oddziałuje w kierunku spadku dynamiki PKB o 0,8 pkt. proc. w 2021 r. i o 0,7 pkt. proc. w 2022 r. W połączeniu ze spodziewanym spowolnieniem wzrostu konsumpcji i opóźnieniem we wdrażaniu inwestycji finansowanych w ramach KPO stanowi to wsparcie dla naszej prognozy spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2022 r. (4,7% r/r wobec 4,9% w 2021 r.), któremu towarzyszyć będzie nieznaczne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń.

Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą umocnić złotego



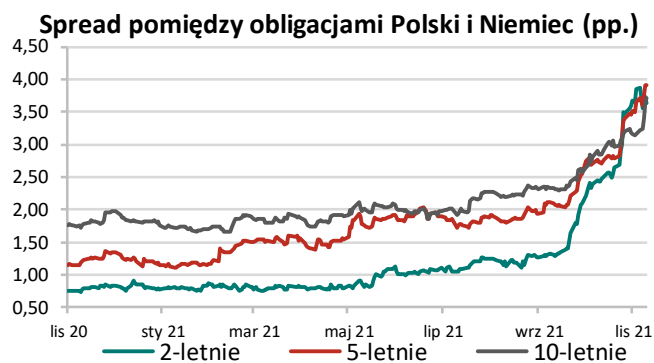
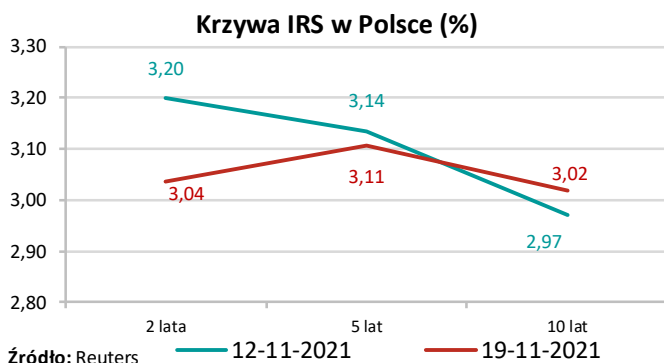
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6931 (osłabienie złotego o 1,3%). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia ze wzrostem kursu EURPLN. Osłabieniu złotego sprzyjała podwyższona awersja do ryzyka odzwierciedlana zwiększeniem indeksu VIX. Czynnikiem negatywnym dla nastrojów inwestorów pozostaje utrzymujący się silny wzrost inflacji na świecie, który nasila oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Lokalnie, w kierunku wzrostu kursu EURPLN oddziaływał kryzys na granicy z Białorusią. W efekcie w ubiegłym tygodniu kurs EURPLN przekroczył wartość 4,69 i ukształtował się na najwyższym poziomie od marca 2009 r. W piątek ukazał się wywiad z prezesem NBP A. Głapiński, który powiedział, że „w warunkach obecnej podwyższonej inflacji dalsze osłabianie złotego nie byłoby spójne z polityką stóp procentowych NBP”. W naszej ocenie wskazuje to na rosnące prawdopodobieństwo interwencji walutowej NBP w przypadku dalszej deprecjacji złotego, która stałaby w sprzeczności z polityką pieniężną zorientowaną na obniżenie inflacji do poziomu poniżej 3,5% w horyzoncie kilku kwartałów.

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 wspomniany wyżej wzrost światowej awersji do ryzyka. Ze względu na spadek kursu EURUSD i wzrost kursu EURPLN, kurs USDPLN przekroczył w ubiegłym tygodniu poziom 4,15, co jest jego najwyższą wartością od maja 2020 r.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. Uważamy, że w przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą przyczynić się do umocnienia kursu polskiej waluty. Zaplanowana na wtorek publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek. Neutralne dla kursu złotego będą najprawdopodobniej również dane ze strefy euro (wstępne indeksy PMI, indeks Ifo dla Niemiec) oraz USA (drugi szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, inflacja PCE, finalny indeks Uniwersytetu Michigan, sprzedaż domów na rynku wtórnym i sprzedaż nowych domów). W kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego może oddziaływać natomiast publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC.

Krajowe dane o produkcji przemysłowej w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,04 (spadek o 16 pb), 5-letnie do 3,11 (spadek o 3 pb), a 10-letnie wzrosły do 3,02 (wzrost o 5 pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego spadku stawek IRS na krótkim końcu krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku obniżenia rentowności na rynkach bazowych oddziałują obawy o wpływ IV fali pandemii na aktywność gospodarczą w Europie, które osłabiły oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych. W środę NBP przeprowadził operację outright buy, w której odkupił obligacje o 2-, 3-, 5- i 7-letnich terminach zapadalności za 366,5 mln PLN, z czego 250 mln PLN stanowiły obligacje skarbowe, a 116,5 mln PLN obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Do tej pory NBP skupił obligacje o łącznej wartości 144,03 mld PLN. Operacja ze względu na swoją niewielką skalę nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie dzisiejsza publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej, które mogą przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Zaplanowana na wtorek publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej będzie naszym zdaniem neutralna dla krzywej. Bez istotnego wpływu na stawki IRS będą najprawdopodobniej również dane ze strefy euro (wstępne indeksy PMI, indeks Ifo dla Niemiec) oraz USA (drugi szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, inflacja PCE, finalny indeks Uniwersytetu Michigan, sprzedaż domów na rynku wtórnym i sprzedaż nowych domów). W kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS może oddziaływać natomiast publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC.

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	4,65
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	4,05
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	4,37
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	6,8	
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	4,5	
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	
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	
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	
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	8,9	
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	0,5	
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	
Saldo ROB (mln EUR)	1550	1298	751	2034	652	71	1269	-531	-378	-1551	-1441	-1339		
Eksport (r/r, %, EUR)	5,8	12,4	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	18,9	12,2		
Import (r/r, %, EUR)	-2,4	6,2	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	31,6	21,5		

* 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	7,1	7,3	6,4	5,6	4,0	3,4	4,9	5,8	
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	4,04	4,01	3,91	3,80	3,70	3,73	4,04	3,70	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 22.11.2021 r.						
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	10,2	10,5	10,8
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	8,8	5,8	5,3
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	6,29	6,25	6,20
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-4,8	-5,5	-5,5
Wtorek 23.11.2021 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	57,8	57,5	56,7
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	11,1	12,6	12,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	54,6	52,5	53,6
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	58,3	57,8	57,2
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	54,2	52,9	53,1
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	58,4		59,0
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Listopad	12,0		
Środa 24.11.2021 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	97,7	96,8	96,7
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	8,6	8,7	8,5
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	III kw.	2,0	2,1	2,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	-0,3	-0,5	0,3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Październik	800	785	798
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Październik	0,3		
16:00	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Październik	4,4		
16:00	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Październik	3,6		4,1
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	66,8	67,0	67,0
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Listopad			
Czwartek 25.11.2021 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	1,8		
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Październik	5,6	5,5	5,5
Piątek 26.11.2021 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	7,4		7,4

* 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



Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.