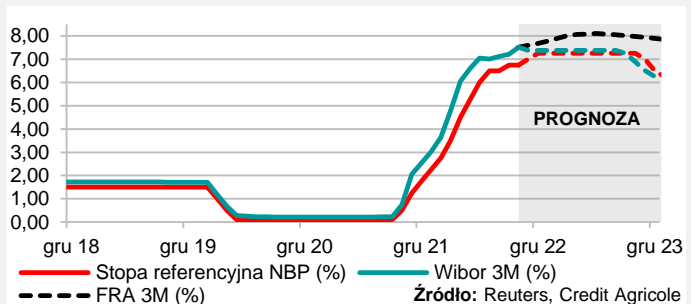
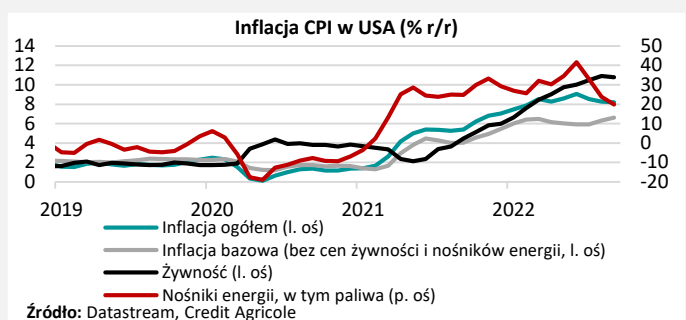


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP podniesie stopę referencyjną o 25pb do 7,00%. Wsparciem dla takiego scenariusza jest odnotowany w październiku silny wzrost inflacji ogółem i inflacji bazowej. Brak reakcji ze strony RPP będzie oddziaływał w kierunku utrwalenia wysokich oczekiwań inflacyjnych, co wydłużyłoby z kolei okres utrzymywania się wysokiej inflacji (patrz poniżej). W tym tygodniu poznamy również wyniki listopadowej projekcji inflacji. Uważamy, że ścieżka inflacji ogółem zostanie tylko nieznacznie zrewidowana w górę względem prognozy NBP przedstawionej w lipcu. Z kolei tempo wzrostu gospodarczego w 2023 r. zostanie wyraźnie obniżone. Podwyżka stóp procentowych o 25pb będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko, że biorąc pod uwagę sygnalizowaną wcześniej niechęć członków RPP do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej oraz pogorszenie perspektyw gospodarczych zasygnalizowane w listopadowej projekcji inflacji, RPP może zdecydować się na utrzymanie niezmiennego poziomu stóp procentowych w tym tygodniu. W przypadku materializacji takiego ryzyka będziemy mieć do czynienia z osłabieniem złotego i spadkiem rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej.



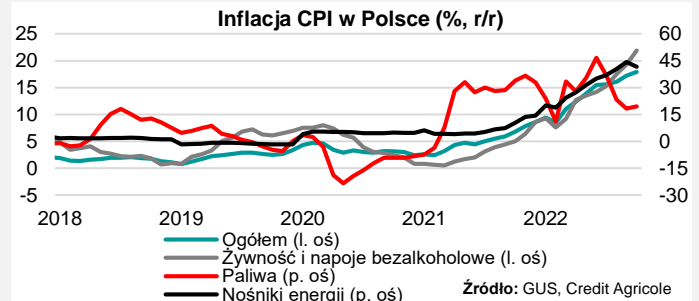
W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA i wyniki badań koniunktury. Naszym zdaniem inflacja ogółem zmniejszyła się w październiku do 8,0% r/r wobec 8,2% we wrześniu, do czego przyczynił się spadek dynamiki cen nośników energii. Jednocześnie uważamy, że odnotowana zostanie stabilizacja inflacji bazowej (6,6% r/r we wrześniu i październiku), wskazując na wciąż silną presję inflacyjną. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Oczekujemy stabilizacji nastrojów gospodarstw domowych (60,0 pkt. w listopadzie wobec 59,9 pkt. w październiku) ze względu na wciąż wysoką inflację. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.



Dzisiaj opublikowane zostały dane nt. handlu zagranicznego w Chinach. Saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w październiku do 85,2 mld USD wobec 84,7 mld USD we wrześniu. Dynamika eksportu zmniejszyła się w październiku do -0,3% r/r wobec 5,7% we wrześniu, a dynamika importu spadła do -0,7% wobec 0,3%. Dane o imporcie wskazują tym samym na utrzymujący się negatywny wpływ restrykcji covidowych na chiński popyt wewnętrzny. Z kolei dane o eksporcie sygnalizują obniżenie aktywności w światowym handlu. Uważamy, że dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych.

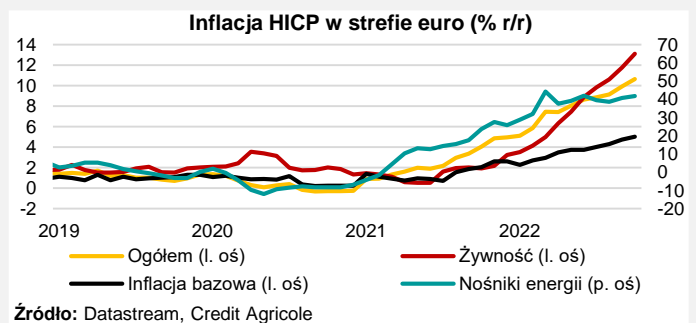
W zeszłym tygodniu

- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w październiku do 17,9% r/r wobec 17,2% we wrześniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (18,0%) oraz naszej prognozy (18,2%).** Tym samym ukształtowała się ona na najwyższym poziomie od grudnia 1996 r. GUS opublikował



częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Do zwiększenia inflacji przyczyniły się wyższe dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (21,9% r/r w październiku wobec 19,3% we wrześniu), paliw (19,5% wobec 18,3%) oraz wzrost inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła w październiku 11,1% r/r wobec 10,7% we wrześniu. Przeciwny wpływ miał natomiast spadek dynamiki cen nośników energii, która obniżyła się do 41,7% r/r wobec 44,3%. Ubiegłotygodniowe dane stanowią nieznaczne ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym średnioroczna inflacja w Polsce wyniesie 14,5% wobec 5,1% w 2021 r., a w 2023 r. obniży się do 10,4%.

- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w październiku do 10,7% r/r wobec 9,9% we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (9,8%).** Tym samym inflacja w strefie euro osiągnęła nowy najwyższy poziom w historii. Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen we wszystkich głównych kategoriach:



„żywność”, „dobra przemysłowe”, „nośniki energii” oraz zwiększenia inflacji bazowej (5,0% r/r w październiku wobec 4,8% we wrześniu – nowy rekord). Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej ścieżki stóp procentowych w strefie euro, zgodnie z którą w grudniu EBC podniesie stopy o 50pb, a w lutym dokona podwyżki stóp o 25pb, kończąc w ten sposób cykl podwyżek z główną stopą procentową na poziomie 2,75% oraz ze stopą depozytową na poziomie 2,25%.

- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w III kw. do 0,2% wobec 0,8% w II kw. (2,1% r/r w III kw. wobec 4,1% w II kw.), a tym samym ukształtowała się zgodnie z oczekiwaniami rynku i powyżej naszej prognozy (0,1%).** Na utrzymujący się wzrost aktywności w gospodarce strefie euro wskazały wcześniej opublikowane dwa tygodnie temu dane o PKB w najważniejszych gospodarkach strefy euro (por. MAKROmapa z 31.10.2022). Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. Uwzględniając lepsze od naszych oczekiwań dane o PKB w III kw. w strefie euro, mimo dalszego pogorszenia koniunktury w tej gospodarce (por. MAKROmapa z 31.10.2022), podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w strefie euro zwiększy się w 2022 r. o 3,2% wobec wzrostu o 5,2% w 2021 r.

- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Dynamika zamówień w przetwórstwie zmniejszyła się we wrześniu do -4,0% m/m wobec -2,0% w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-0,5%). Spadek zamówień został odnotowany w przypadku zamówień zagranicznych, podczas gdy zamówienia krajowe nieznacznie się zwiększyły. Obniżenie zamówień eksportowych wynikało z niższych zamówień zarówno z krajów strefy euro,

jak i spoza obszaru wspólnej waluty. Uwzględniając październikowe indeksy PMI dla niemieckiego przetwórstwa można oczekiwać, że w kolejnych miesiącach spadek zamówień utrzyma się (por. MAKROmapa z 31.10.2022). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. bilansu handlu zagranicznego w Niemczech, którego saldo zwiększyło się we wrześniu do 3,7 mld EUR wobec 1,2 mld EUR w sierpniu. Jednocześnie we wrześniu odnotowano spadek zarówno dynamiki importu (-2,3% m/m we wrześniu wobec 4,9% w sierpniu), jak i eksportu (-0,5% wobec 2,9%), co wskazuje na dalsze obniżenie aktywności w niemieckim handlu zagranicznym. Dzisiaj z kolei poznaliśmy dane o produkcji przemysłowej w Niemczech, której miesięczna dynamika zwiększyła się we wrześniu do 0,6% wobec -1,2% w sierpniu (rewizja w dół z -0,8%), a tym samym ukształtowała się powyżej oczekiwań rynku (0,2%). Jej zwiększenie było efektem wyższej dynamiki produkcji wszystkich jej głównych składowych – przetwórstwa, energetyki i budownictwa. Uwzględniając opublikowane dwa tygodnie temu indeksy PMI oraz wyższy od naszych oczekiwań wstępny szacunek PKB w Niemczech (por. MAKROmapa z 31.10.2022) dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą niemiecki PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,6% wobec wzrostu o 2,6% w 2021 r.

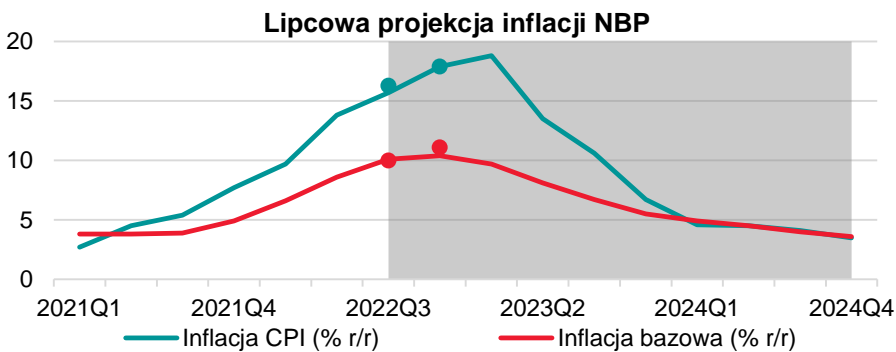
➤ **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w październiku do 49,2 pkt. wobec 48,1 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,0 pkt.).** Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów oraz zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał nieznacznie wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się spadek zarówno bieżącej produkcji, jak i nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych. W znacznym stopniu wynika on z negatywnego wpływu restrykcji covidowych na aktywność w chińskim przetwórstwie, a także osłabienia światowego popytu. Prognozujemy, że w kolejnych miesiącach chiński rząd nasili działania w ramach swojej polityki gospodarczej ukierunkowane na pobudzenie wzrostu gospodarczego. Niemniej jednak prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach obniży się do 3,0% w 2022 r. wobec 8,1% w 2021 r.

➤ **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed podniósł docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 75pb do [3,75%; 4,00%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku.** W komunikacie znalazła się informacja, zgodnie z którą członkowie FOMC w swoich przeszłych decyzjach będą brać pod uwagę dokonane do tej pory podwyżki stóp, a także opóźnienie, z jakim będą one wpływać na aktywność ekonomiczną oraz inflację. Zapis ten sugeruje, że tempo podwyżek stóp procentowych w USA w najbliższym czasie spowolni, co zostało zinterpretowane przez inwestorów jako gołębi sygnał. Wsparcie dla takiej interpretacji stanowi wypowiedź szefa Rezerwy Federalnej J. Powella, który stwierdził, że w pewnym momencie właściwe będzie obniżenie tempa podwyżek stóp procentowych, nie wskazując jednak konkretnie kiedy miałyby to nastąpić. Warto jednak zauważyć, że J. Powell powiedział również, że docelowy poziom stóp procentowych w bieżącym cyklu podwyżek może okazać się wyższy, niż wynikałoby to z wrześniowej projekcji FOMC ([4,25%; 4,50%] – por. MAKROmapa z 26.09.2022). Podkreślił także, że jest zbyt wcześnie by myśleć o zakończeniu podwyżek stóp procentowych. Wypowiedzi te istotnie ostudziły początkowe nasilenie oczekiwań na mniejszą skalę zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed. W konsekwencji uważamy, że zarówno komunikat po posiedzeniu FOMC, jak i wypowiedzi J. Powella nie świadczą o punkcie zwrotnym w nastawieniu Rezerwy Federalnej w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem, o takim przełomie moglibyśmy mówić jedynie w sytuacji, gdyby obniżył się oczekiwany przez członków FOMC docelowy poziom stóp procentowych lub/i pojawiłyby się oczekiwania członków FOMC na szybkie obniżki stóp procentowych po zakończeniu cyklu podwyżek. Ubiegła decyzja FOMC oraz wypowiedzi J. Powella stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza stóp procentowych w USA, zgodnie z którym Fed podniesie stopy procentowe w grudniu o 50pb oraz w lutym o 25pb, kończąc tym samym cykl podwyżek z docelowym przedziałem dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynoszącym [4,50%; 4,75%].

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w październiku o 261 tys. wobec wzrostu o 315 tys. we wrześniu (rewizja w górę z 263 tys.) i ukształtowało się powyżej oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą (200 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+79,0 tys.), w usługach biznesowych (+39,0 tys.) oraz turystyce i rekreacji (+35,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w październiku do 3,7% wobec 3,5% we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (3,6%) oraz naszej prognozy (3,5%). Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej zmniejszył się w październiku do 62,2% wobec 62,3% w sierpniu. Dane o zatrudnieniu są obliczane na podstawie ankiety przeprowadzonej wśród przedsiębiorstw, a stopa bezrobocia i współczynnik aktywności zawodowej wyznaczane są na podstawie badania przeprowadzonego wśród gospodarstw domowych. Przejściowo mogą występować rozbieżności pomiędzy wskazaniami tych dwóch źródeł danych. Taka sytuacja miała miejsce w październiku. Firmy wskazały na silny wzrost zatrudniania, podczas gdy ankietowane gospodarstwa domowe zasygnalizowały wzrost liczby osób bezrobotnych, co tłumaczy zwiększenie stopy bezrobocia pomiędzy wrześniem i październikiem. Dynamika wynagrodzenia godzinowego zmniejszyła się w październiku do 4,7% r/r wobec 5,0% we wrześniu, co może sugerować, że presja płacowa w amerykańskiej gospodarce zaczyna się stopniowo obniżać. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie sytuacji w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który obniżył się w październiku do 50,2 pkt. wobec 50,9 pkt. we wrześniu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (50,2 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla czasu dostaw oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla nowych zamówień, bieżącej produkcji i zatrudnienia. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje pierwszy od maja 2020 r. spadek cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji (składowa poniżej granicy 50 pkt.), co wskazuje na wygasającą presję kosztową w amerykańskim przetwórstwie. Spadek odnotował również indeks ISM dla usług, który obniżył się w październiku do 54,4 pkt. wobec 56,7 pkt. w sierpniu, kształtując się poniżej konsensusu (55,4 pkt.). Zmniejszenie indeksu wynikało z niższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowych w usługach, nowych zamówień i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa składowa dla czasu dostaw. Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,7% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r.

Podwyżka stóp procentowych: teraz albo nigdy?

Na posiedzeniu w październiku Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 6,75%). Rada zadeklarowała wówczas, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę. Na październikowej konferencji prasowej prezes A. Glapiński zaznaczył, że decyzja nie oznacza zakończenia cyklu podwyżek, a RPP przyjęła strategię *wait and see* do momentu publikacji listopadowego raportu o inflacji NBP. Poniżej analizujemy jak może wyglądać listopadowa projekcja NBP, której wyniki poznamy w tym tygodniu, oraz jaki będzie ona miała wpływ na decyzję w sprawie wysokości stóp procentowych podjętą przez RPP.



Źródło: NBP, GUS, Credit Agricole

Uważamy, że ścieżka inflacji ogółem przedstawiona w listopadowej projekcji NBP zostanie tylko nieznacznie zrewidowana w górę w porównaniu do ścieżki opublikowanej w lipcowej projekcji (por. wykres). W lipcu NBP prognozował, że inflacja wyniesie w 15,7% w III kw. br., a w rzeczywistości inflacja ukształtowała się blisko tych oczekiwań (16,3%, lewy punkt na wykresie). Prognozowana na IV kw. inflacja ogółem to 17,9% r/r i tyle samo wyniosła inflacja w październiku (prawy punkt na wykresie), co sygnalizuje brak istotnych zmian w kontekście punktu startowego dla listopadowej projekcji inflacji ogółem. Punkt startowy będzie z kolei wyższy dla inflacji bazowej. Szacujemy, że inflacja bazowa w październiku br. wyniosła 11,1% r/r, podczas gdy prognozowana przez NBP wartość na IV kw. to 10,4% r/r. Warto podkreślić, że przewidywana w listopadowej projekcji inflacja zapewne nadal nie będzie uwzględniać prognozowanego przez nas wydłużenia Tarczy Antyinflacyjnej do końca 2023 r. Wydłużenie to będzie oddziaływać w kierunku obniżenia przewidywanej w projekcji ścieżki inflacji w 2023 r. i jej zwiększenia w 2024 r.

Trudno ocenić, w jakim zakresie rewizja danych o rachunkach narodowych przeprowadzona przez GUS w ostatnich tygodniach zostanie uwzględniona przez NBP podczas przygotowywania listopadowej projekcji. Zrewidowana wyraźnie wyżej dynamika PKB w 2021 r. i w I poł. 2022 r. może oznaczać, że dodatnia luka popytowa i związana z nią presja inflacyjna mogą utrzymywać się dłużej niż wcześniej oczekiwano, co będzie dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku podniesienia dynamiki cen oczekiwanej w projekcji inflacji.



Źródło: GUS, Credit Agricole

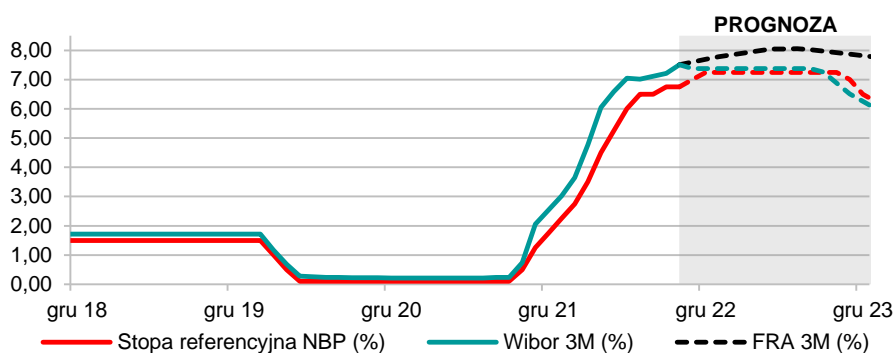
*w horyzoncie roku **w horyzoncie 3 miesięcy

Dostępne wskaźniki koniunktury dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw wskazują na odnotowanie oczekiwań inflacyjnych. Wskaźniki bilansowe dotyczące oczekiwanej zmiany cen (w uproszczeniu różnica pomiędzy odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen a odsetkiem ankietowanych oczekujących spadku cen)

kształtowały się w ciągu ostatnich dwóch lat w silnym trendzie wzrostowym. W ostatnich miesiącach

wartości wskaźników ustabilizowały się, jednak dalej kształtują się wyraźnie powyżej wartości obserwowanych przed wybuchem pandemii COVID-19 (por. wykres). W kontekście takich oczekiwań inflacyjnych, szybki i monotoniczny wzrost inflacji bazowej obserwowany w ciągu ostatnich miesięcy wskazuje na ryzyko utrwalenia się inflacji na wysokim poziomie, jeśli RPP nie zareaguje poprzez dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Brak reakcji ze strony RPP oddziaływałoby w kierunku utrwalenia tych wyższych oczekiwań inflacyjnych, co wydłużyłoby z kolei okres utrzymywania się wysokiej inflacji. W percepcji rynków finansowych takie perspektywy inflacyjne oddziaływałyby w kierunku osłabienia kursu złotego.

Warto zwrócić uwagę, że odnosząc się ścieżki inflacji przedstawionej w lipcowej projekcji, prezes NBP stwierdził, że w 2024 r. inflacja wróci do celu i to niezależnie, czy tarcze antyinflacyjne będą utrzymane, czy nie. Ponadto, w październikowym komunikacie RPP zwracała uwagę na „szoki, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej” powodujące, że powrót inflacji w kierunku celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Tym samym, tylko nieznacznie podniesiona prognozowana ścieżka inflacji w listopadowej projekcji NBP (w porównaniu do tej przedstawionej w lipcu) najprawdopodobniej nie zmieni istotnie niechęci większości członków NBP do dalszego silnego zacieśniania polityki pieniężnej mimo uporczywie wysokiej inflacji i odkotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych.



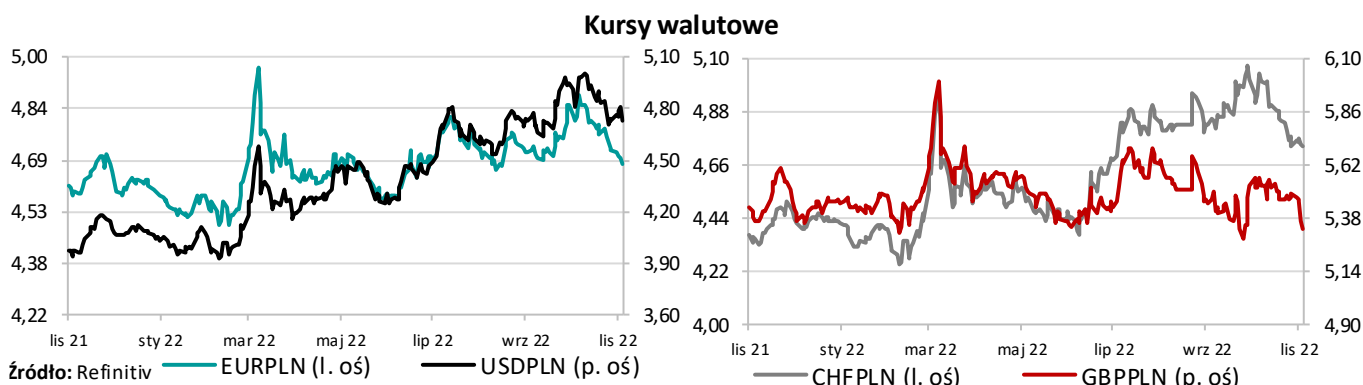
Źródło: Reuters, Credit Agricole

Uważamy jednak, że oczekiwany przez nas dalszy i znaczący wzrost inflacji w najbliższych miesiącach, będący następstwem kombinacji wzrostu cen nośników energii, ich wtórnych efektów inflacyjnych oraz luźnej polityki pieniężnej (w tym osłabienia kursu złotego) i fiskalnej, skłoni Radę do dalszych podwyżek stóp procentowych. Prognozujemy, że RPP dokona

jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych po 25pb (w listopadzie i w grudniu), po czym zakończy cykl podwyżek ze stopą referencyjną na poziomie 7,25%.

Dostrzegamy jednak ryzyko, że RPP nie podniesie stóp procentowych w tym tygodniu. Dotychczasowa komunikacja ze strony RPP, sygnalizowała, że priorytetem dla Rady staje się ograniczenie skali spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2023 r. W wywiadzie udzielonym w ubiegłym tygodniu, M. Kightley, wiceprezes NBP zwróciła uwagę, że zgodnie z wynikami listopadowej projekcji w przyszłym roku czeka nas silne spowolnienie gospodarcze. Dodała również, że wzrost PKB przewidywany w listopadowej projekcji będzie niższy niż w lipcowej prognozie (1,4% r/r). Taka rewizja w dół oczekiwanego tempa wzrostu gospodarczego może skłonić Radę do podjęcia decyzji o braku zmian poziomu stóp procentowych w tym tygodniu. Druga z rzędu decyzja o utrzymaniu stóp bez zmian w warunkach rosnącej inflacji będzie sygnałem bardzo wysokiej niechęci członków RPP do podnoszenia stóp mimo wciąż dobrej cyklicznej sytuacji gospodarki (dodatnia luka popytowa). To z kolei oznacza, że nawet jeśli inflacja wzrosłaby wyraźnie w I kw. 2023 r. w przypadku zakończenia Tarczy Antyinflacyjnej (co nie jest jednak naszym scenariuszem bazowym) to – w warunkach nasilającego się spowolnienia wzrostu gospodarczego – RPP nie podniesie stóp procentowych w kolejnych miesiącach i zakończy tym samym cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę, że rynek kontraktów terminowych (FRA) wycenia obecnie dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce o ponad 100pb, to decyzja RPP o braku dalszych podwyżek stóp procentowych będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego, co jest spójne z naszą prognozą kursową (kurs EUR/PLN równy 4,90 na koniec IV kw. br. i I kw. 2023 r.).

Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku

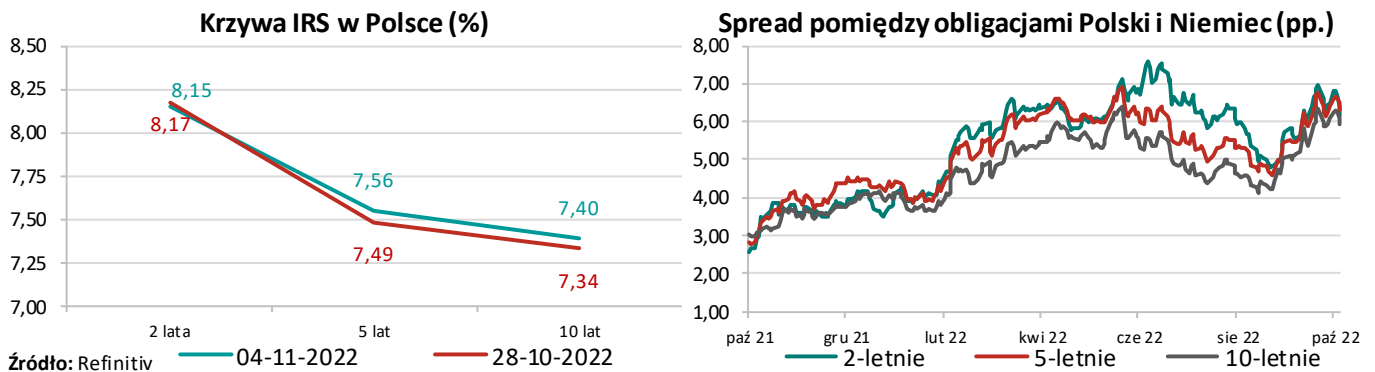


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,6762 (umocnienie złotego o 0,9%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym, co było kontynuacją tendencji obserwowanej w ostatnich tygodniach (por. MAKROmapa z 31.10.2022). W poniedziałek czynnikiem sprzyjającym umocnieniu złotego była publikacja niższych od oczekiwań krajowych danych o inflacji. W czwartek doszło do przejściowego osłabienia złotego w reakcji na jastrzębi wydzźwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia FOMC.

W zeszłym tygodniu w trendzie spadkowym kształtował się również kurs EURUSD. Komunikat po śródowym posiedzeniu FOMC początkowo został odebrany przez inwestorów jako gołębi, co doprowadziło do osłabienia dolara względem euro, niemniej wypowiedzi J. Powella podczas konferencji prasowej istotnie osłabiły oczekiwania inwestorów na mniejszą skalę podwyżek stóp procentowych w USA, co doprowadziło do korekty i silnego spadku kursu EURUSD. W piątek doszło do osłabienia dolara względem euro w reakcji na publikację danych z amerykańskiego rynku pracy wskazujących na wyższą od oczekiwań stopę bezrobocia.

Opublikowane dzisiaj rano dane o bilansie handlowym w Chinach oraz produkcji przemysłowej w Niemczech są naszym zdaniem neutralne dla kursu złotego. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP. Oczekiwana przez nas podwyżka stóp procentowych o 25pb byłaby spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego polskich obligacji. Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko, że RPP może zdecydować się na utrzymanie niezmiennego poziomu stóp procentowych, co sprzyjałoby osłabieniu złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje danych ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje dotyczące ryzyka wystąpienia przerw w produkcji na skutek szoku gazowego w Europie oraz przebiegu działań wojennych w Ukrainie, które mogą istotnie wpłynąć na ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.

Decyzja RPP kluczowa dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 8,15 (spadek o 2pb), 5-letnie zwiększyły się do 7,56 (wzrost o 7pb), a 10-letnie do 7,40 (wzrost o 6pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się niską zmiennością. Jednocześnie w zeszłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na rynkach bazowych, czemu sprzyjały rosnące oczekiwania inwestorów na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W efekcie istotnie obniżył się spread pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. W ubiegłym tygodniu odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło papiery zapadające w 2023 r. za 2,6 mld PLN i jednocześnie sprzedało obligacje za 3,3 mld PLN przy popycie równym 5,7 mld PLN. Niska podaż obligacji przy relatywnie silnym popycie sprzyjała stabilizacji rentowności polskich obligacji mimo ich wzrostu na rynkach bazowych.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będzie posiedzenie RPP. Prognozujemy, że Rada podniesie stopy procentowe o 25pb. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej realizacja powinna być neutralna dla krzywej. Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko, że RPP może zdecydować się na utrzymanie niezmiennego poziomu stóp procentowych, co mogłoby doprowadzić do spadku stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym czynnikiem kształtującym krzywą pozostaną informacje dotyczące ryzyka wystąpienia przerw w produkcji na skutek szoku gazowego w Europie oraz przebiegu działań wojennych w Ukrainie, które mogą istotnie wpłynąć na ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	7,00
Kurs EURPLN*	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,75
Kurs USDPLN*	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,85
Kurs CHFPLN*	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,82
Inflacja CPI (r/r, %)	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2		18,2
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7		11,1
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8		7,8
Inflacja PPI (r/r, %)	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6		22,8
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9		19,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5		14,2
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3		2,3
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,9	5,8	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1		5,0
Saldo ROB (mln EUR)	941	-1482	-3883	-1091	-2032	-4206	-2844	-1340	-541	-1887	-3967	-3362		
Eksport (r/r, % EUR)	6,2	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	24,8	22,5		
Import (r/r, % EUR)	22,0	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,2	26,7		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,9	0,5	-1,0	0,1	2,6	3,2	6,8	4,5	1,2	
Konsumpcja (% r/r)	6,7	6,4	0,8	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	6,3	3,5	0,4	
Inwestycje (% r/r)	4,7	6,6	6,1	0,6	-1,4	0,2	1,9	2,4	2,1	4,0	1,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,2	5,2	4,5	3,3	1,6	0,5	2,9	4,5	12,5	4,3	2,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,4	6,9	2,2	0,9	0,7	-1,5	4,7	6,5	16,1	4,5	2,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	3,5	1,9	0,2
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,0	1,0	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,4	0,7	0,2
	Eksport netto (pp.)	-2,7	-0,7	1,3	1,4	0,6	1,3	-0,9	-1,0	-1,0	0,0	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,7	-3,5	-3,9	-4,5	-4,3	-4,2	-4,6	-4,7	-1,4	-4,5	-4,7	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,3	5,7	5,3	5,2	5,4	5,8	5,3	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	2,0	2,2	2,2	1,2	0,7	0,3	1,8	1,8	1,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	10,8	10,6	11,1	9,4	9,2	8,5	8,9	10,7	9,6	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	18,3	16,6	11,8	8,7	4,6	5,1	14,5	10,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,38	7,38	7,38	7,26	6,26	2,54	7,38	6,26	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	7,25	7,25	7,25	7,25	6,50	1,75	7,25	6,50	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,90	4,90	4,85	4,70	4,65	4,58	4,90	4,65	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	5,05	4,95	4,80	4,48	4,35	4,03	5,05	4,35	

*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 07.11.2022 r.							
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Październik	84,7			96,0
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-0,8			0,2
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Listopad	-38,3			-35,0
Wtorek 08.11.2022 r.							
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	-0,3			0,3
Środa 09.11.2022 r.							
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Listopad	6,75	7,00	7,00	
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	0,9			-1,4
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	2,8			2,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Wrzesień	0,8			
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Wrzesień	0,1			
Czwartek 10.11.2022 r.							
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Listopad				
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Październik	0,4	0,7	0,7	
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Październik	0,6	0,5	0,5	
Piątek 11.11.2022 r.							
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	59,9	60,0	59,0	

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

** Konsensus Refinitiv