

## W tym tygodniu

### Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.

Oczekujemy, że EBC podniesie stopy procentowe o 75pb, co będzie zgodne z konsensusem rynkowym. Uważamy, że konferencja po posiedzeniu EBC będzie oddziaływać w kierunku podwyższonej

zmienności na rynkach finansowych z uwagi na prawdopodobne pojawienie się informacji ze strony Ch. Lagarde dotyczących tempa zacieśniania polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Oczekujemy, że EBC podniesie stopy procentowe jeszcze o 50pb w grudniu i 25pb w lutym. Wówczas główna stopa procentowa osiągnie docelowy poziom 2,75%, a stopa depozytowa 2,25%.

### Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.

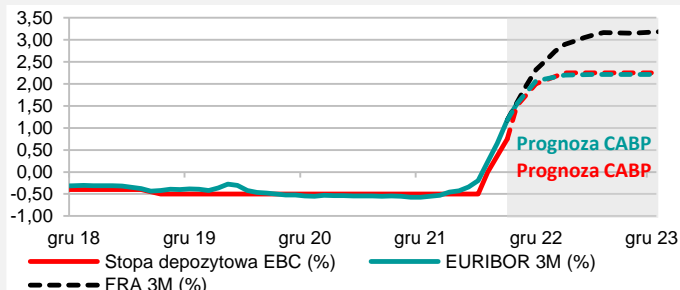
Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w październiku do 47,6 pkt. wobec 48,1 pkt. we wrześniu. W kierunku dalszego pogorszenia koniunktury w strefie euro oddziałuje spowolnienie wzrostu gospodarczego w światowej gospodarce, a także podwyższona niepewność związana z rosnącymi cenami energii. Inwestorzy oczekują również dalszego spadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 47,1 pkt. w październiku z 47,8 pkt. we wrześniu). Kluczową informacją w raporcie PMI będzie ocena przedsiębiorstw dotycząca wpływu szoku gazowego na ich działalność. We wtorek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 83,3 pkt. w październiku z 84,3 pkt. we wrześniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.

### W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.

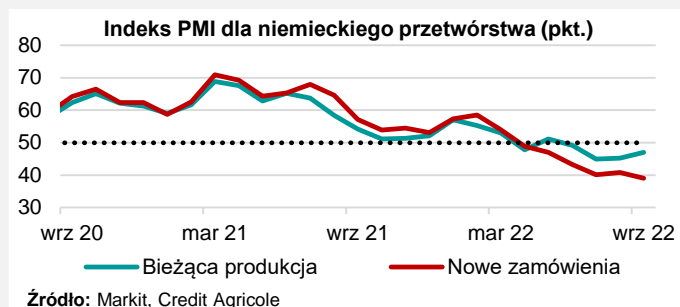
Na czwartek zaplanowana jest publikacja wstępnego szacunku PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększyło się do 2,3% wobec -0,6% w II kw. do czego przyczyniły się wyższe wkłady inwestycji i eksportu netto. Prognozujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się do 6,3% we wrześniu z 6,2% w sierpniu przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej do 5,2% r/r z 4,9% w sierpniu. Oczekujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się we wrześniu o 0,6% m/m wobec spadku o 0,2% w sierpniu. Naszym zdaniem, dane o sprzedaży nowych domów (582 tys. we wrześniu wobec 685 tys. w sierpniu) potwierdzą niską aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że indeks Conference Board (106,0 pkt. w październiku wobec 108,0 pkt. we wrześniu) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (59,5 pkt. wobec 58,6 pkt.) potwierdzą utrzymujące się słabe nastroje gospodarskich domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

### Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.

W maju br. agencja utrzymała rating Polski na poziomie A2 z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji agencja zwróciła uwagę, że bieżący rating jest




Źródło: Refinitiv, Credit Agricole




Źródło: Markit, Credit Agricole

wypadkową trzech czynników. Pierwszym z nich są starania kraju o zwiększenie bezpieczeństwa energetycznego oraz posiadane gwarancje bezpieczeństwa NATO i obecność wojsk, co ogranicza zagrożenie geopolityczne wynikające z inwazji Rosji na Ukrainę. Drugim czynnikiem są silne fundamenty polskiej gospodarki i wciąż silne ramy instytucjonalne, pomimo wyzwań związanych ze stopniowym pogarszaniem się sytuacji w zakresie praworządności. Trzecim czynnikiem jest korzystna struktura zadłużenia Polski i relatywnie niski koszt jego obsługi. Agencja zwróciła wówczas uwagę, że znaczące pogorszenie sytuacji w zakresie praworządności, które miałyby negatywny wpływ na klimat biznesowy w Polsce i prowadziłyby do dalszej eskalacji sporu z UE, oddziaływałyby w kierunku pogorszenia wiarygodności kredytowej Polski. W podobnym tonie wypowiedział się dwa tygodnie temu główny analityk Moody's na Polskę S. Dyck w kontekście zablokowania wypłaty środków w ramach unijnej perspektywy finansowej 2021-2027. Zaznaczył on, że dalsze znaczące pogorszenie się sytuacji w obszarze praworządności, które miałyby negatywny wpływ na lokowanie biznesu w Polsce, a także dalsza intensyfikacja konfliktu z instytucjami UE byłyby czynnikami negatywnymi dla oceny kredytowej. Oczekujemy, że agencja Moody's nie zmieni ratingu Polski ani jego perspektywy w tym tygodniu, jednak w komunikacie znajdują się fragmenty akcentujące trwający obecnie spór na linii Polska-UE. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na tę decyzję nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.

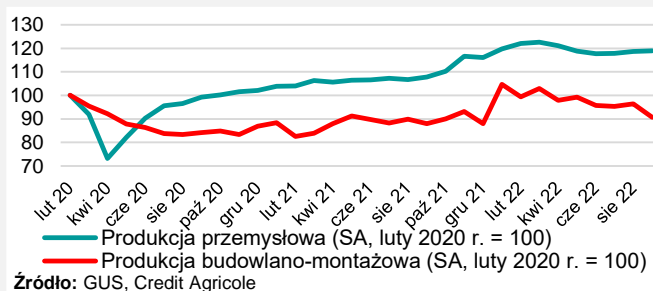
 **Dzisiaj rano opublikowane zostały istotne dane z Chin.** PKB zwiększył się w III kw. o 3,9% r/r wobec wzrostu o 0,4% w II kw. (+3,9% kw/kw w III kw. wobec -2,7% w II kw.), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 3,4% r/r i 3,5% kw/kw) i naszej prognozy (odpowiednio 3,2% r/r i 3,1% kw/kw). Z kolei dane o produkcji przemysłowej (6,3% r/r we wrześniu wobec 4,2% w sierpniu), sprzedaży detalicznej (2,5% wobec 5,4%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (5,9% wobec 5,8%) dostarczyły mieszanych sygnałów dotyczących aktywności gospodarczej w Chinach pod koniec III kw. Z jednej strony dane o produkcji przemysłowej okazały się wyraźnie wyższe od oczekiwań rynku (4,5%), z drugiej strony dane o sprzedaży detalicznej ukształtowały się poniżej konsensusu rynkowego (3,3%). Dane wskazują tym samym na dalsze spowolnienie popytu w Chinach, przy jednoczesnym ożywieniu w przemyśle. Warto jednak zauważyć, że wyższa aktywność w przemyśle jest przede wszystkim efektem poprawy sytuacji epidemicznej w Chinach oraz ustąpienia przerw w dostawach prądu związanych z suszą. Dzisiaj poznaliśmy również dane dotyczące bilansu handlowego w Chinach. Jego saldo zwiększyło się we wrześniu do 84,7 mld USD wobec 79,4 mld USD w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (81,0 mld USD). Jednocześnie dynamika importu zmniejszyła się we wrześniu do 5,7% r/r wobec 7,1% w sierpniu, podczas gdy dynamika eksportu nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 0,3%. Dane potwierdzają tym samym, że mamy do czynienia z osłabieniem popytu wewnętrznego w Chinach, przy jednoczesnym spowolnieniu aktywności w światowym handlu. 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.

## W zeszłym tygodniu

 **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się we wrześniu do 14,5% r/r wobec 12,7% w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (13,0%) oraz naszej prognozy (12,5%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zmniejszyły się we wrześniu o 2,3% r/r wobec spadku o 3,0% w sierpniu. Zgodnie z komunikatem GUS wzrost przeciętnego wynagrodzenia we wrześniu względem sierpnia spowodowany był wypłatami m.in. premii kwartalnych, jubileuszowych, a

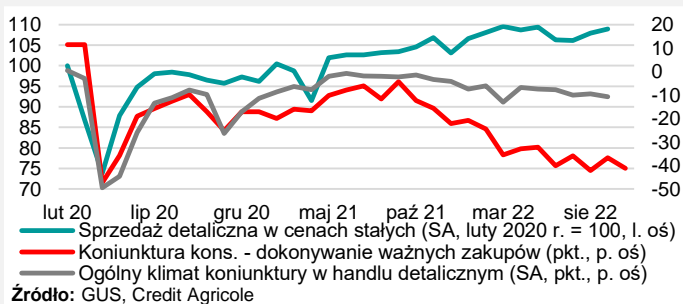
także podwyżkami wynagrodzeń i wypłatami premii z powodu inflacji. Oznacza to, że jednym z głównych czynników oddziałujących w kierunku wzrostu dynamiki płac pozostaje rosnąca inflacja, zmniejszająca siłę nabywczą wynagrodzeń i wzmagająca presję płacową (por. MAKROpuls z 20.10.2022). Dynamika zatrudnienia zmniejszyła się we wrześniu do 2,3% r/r wobec 2,4% w sierpniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (2,4%) i naszej prognozy (2,5%). Zatrudnienie zmniejszyło się o 8,8 tys. w ujęciu miesięcznym. Zgodnie z komunikatem GUS spadek przeciętnego zatrudnienia we wrześniu 2022 r. był, podobnie jak w sierpniu, wynikiem m.in. zwolnień w zakładach, a także zakończenia umów terminowych i nie przedłużania ich. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego obniżenia rocznego tempa wzrostu zatrudnienia z uwagi na zmniejszenie popytu na pracę powiązane z oczekiwanym przez nas spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Spowolnienie wzrostu zatrudnienia oraz wolniejszy spadek realnych płac w sektorze przedsiębiorstw złożyły się na zwiększenie realnej dynamiki funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do -0,1% r/r we wrześniu wobec -0,7% w sierpniu. W konsekwencji, realny fundusz płac w III kw. wzrósł o 0,6% r/r wobec 2,1% w II kw. Dane o funduszu płac stanowią wsparcie dla naszej prognozy silnego spowolnienia wzrostu konsumpcji w III kw. do 1,1% r/r wobec 6,4% w II kw.).

**Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się we wrześniu do 9,8% r/r wobec wzrostu o 10,9% w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (8,8%) i nieznacznie powyżej naszej prognozy (9,7%).** Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się we



wrześniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,7% w sierpniu. W strukturze produkcji na szczególną uwagę zasługuje przyspieszenie jej wzrostu w branżach eksportowych, czemu w naszej ocenie sprzyja redukcja zaległości produkcyjnych przy jednoczesnym osłabieniu barier podażowych związanych z brakiem surowców i komponentów (por. MAKROpuls z 20.10.2022). W branżach powiązanych z budownictwem odnotowano nieznaczne zwiększenie dynamiki produkcji, podczas gdy w pozostałych kategoriach dynamika produkcji obniżyła się. Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 0,3% r/r we wrześniu wobec 6,1% w sierpniu, co było wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (6,5%) i naszej prognozy (8,0%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się we wrześniu o 5,9% m/m. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje dalszy spadek dynamiki produkcji budowlano-montażowej w kategoriach „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” (efekt ograniczonej aktywności inwestycyjnej sektora publicznego) oraz „roboty budowlane specjalistyczne” (skutek wyhamowania nowych inwestycji przedsiębiorstw i mieszkaniowych). Z relatywnie wysokim tempem wzrostu produkcji budowlano-montażowej mamy natomiast do czynienia w kategorii „budowa budynków”, co jest naszym zdaniem efektem końca rozpoczętych w poprzednich kwartałach inwestycji prywatnych, szczególnie mieszkaniowych. Warto jednak zauważyć, że efekt ten będzie wygaszał w najbliższych miesiącach, przyczyniając się do pogłębienia spadku aktywności w budownictwie (por. MAKROpuls z 21.10.2022). Wrześniowe dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej, w połączeniu z danymi o sprzedaży detalicznej i zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw (patrz poniżej) stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu PKB w III kw. (3,9% r/r wobec 5,5% w II kw.).

**Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się do 21,9% r/r we wrześniu wobec 21,5% w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (21,5%) oraz naszej prognozy (19,9%).** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się we wrześniu o 4,1% r/r wobec wzrostu



o 4,2% w sierpniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się we wrześniu o 0,9% m/m. Mimo utrzymującego się relatywnie wysokiego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych w danych można dostrzec coraz więcej sygnałów świadczących o spowolnieniu popytu konsumpcyjnego (por. MAKROpuls z 21.10.2022). Na pogorszenie perspektyw popytu konsumpcyjnego wskazują również opublikowane w tym tygodniu wyniki badań koniunktury. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) wyznaczył w październiku nowe historyczne minimum, podczas gdy wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK) pozostaje na najniższym poziomie od maja 2020 r., czyli od czasu pierwszego lockdownu. Dane o sprzedaży detalicznej za okres lipiec-wrzesień stanowią nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy konsumpcji w III kw. (1,1% r/r wobec 6,4% w II kw.). Nie zmienia to jednak naszej oceny, zgodnie z którą kolejne kwartały przyniosą wyraźne wyhamowanie konsumpcji i w całym horyzoncie naszej prognozy, tj. do końca 2023 r., jej roczna dynamika nie przekroczy 0,5% r/r.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wrześniu do 0,4% m/m wobec -0,1% w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,1%). Wzrost dynamiki produkcji przemysłowej wynikał z wyższej dynamiki produkcji w górnictwie oraz dostarczaniu mediów. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się we wrześniu do 80,3% wobec 80,1% w sierpniu. Na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały z kolei dane o pozwoleniach na budowę (1564 tys. we wrześniu wobec 1542 tys. w sierpniu), rozpoczętych budowach (1439 tys. wobec 1566 tys.), a także sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,71 mln wobec 4,78 mln). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Regionalne indeksy NY Empire State (-9,1 pkt. w październiku wobec -1,5 pkt. we wrześniu) oraz Philadelphia Fed (-8,7 pkt. wobec -9,9 pkt.) dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,7% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 0,5%.

## Czy to koniec boomu na sprzęt ICT?

Pandemia COVID-19 i wprowadzone w jej trakcie obostrzenia przyczyniły się do zwiększonych zakupów sprzętu technologii informacyjnej i komunikacyjnej (dalej: sprzęt ITC) m.in. w związku z koniecznością prowadzenia zajęć w szkołach w trybie zdalnym, rozpowszechnieniem zjawiska pracy z domu oraz koniecznością wymiany przestarzałych urządzeń w firmach lub zakupu nowego sprzętu koniecznego do np. prowadzenia telekonferencji. Poniżej analizujemy, jak będzie kształtował się popyt na sprzęt ITC w kolejnych kwartałach.

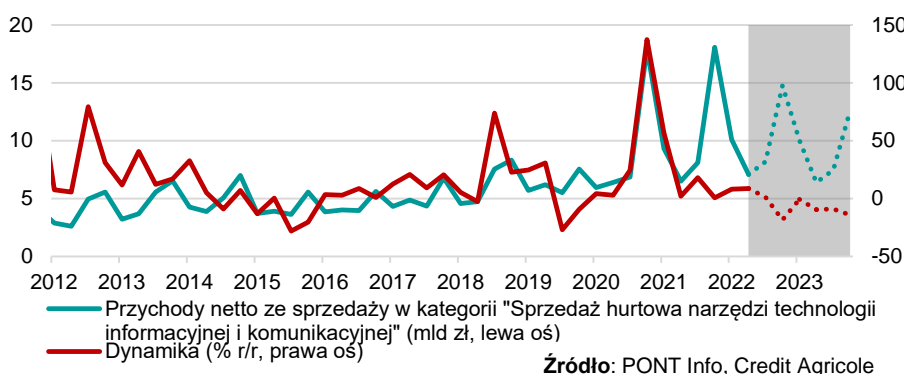
W naszej analizie popyt na sprzęt ITC przybliżyliśmy kwartalnymi przychodami netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w kategorii „sprzedaż hurtowa narzędzi technologii informacyjnej i komunikacyjnej”. Posłużyliśmy się danymi z bazy PONT Info. Informacje w tej bazie danych oparte są na

pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach wypełnianych przez przedsiębiorstwa zatrudniające co najmniej 50 pracowników. Do 2019 r. przychody ze sprzedaży hurtowej sprzętu ITC kształtowały się w lekkim trendzie wzrostowym. Po wybuchu pandemii, z uwagi na wspomniane powyżej czynniki, można zaobserwować boom aktywności w tej branży. Popyt na sprzęt ITC wzrósł w 2020 r. o 48,7% względem 2019 r., a w 2021 r. zwiększył się o kolejne 13,1% r/r.

W celu przygotowania prognozy popytu na sprzęt ITC w kolejnych kwartałach posłużyliśmy się modelem ekonometrycznym, w którym kwartalna, nieodsezonowana dynamika wspomnianych wyżej przychodów uzależniona jest od dwóch zmiennych:

- **Kwartalnej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce narodowej**, która reprezentuje w modelu cykl koniunkturalny. W dużej mierze odzwierciedla ona popyt na sprzęt ITC ze strony przedsiębiorców, jednak pośrednio uwzględnia ona również popyt konsumpcyjny (dynamiki spożycia prywatnego i inwestycji charakteryzuje wysoka korelacja). Na potrzeby analizy zakładamy, że dynamika inwestycji nominalnych będzie kształtowała się zgodnie z naszą prognozą przedstawioną w tabeli kwartalnej skorygowaną odpowiednio o deflator.
- **Przyrostów kwartalnej liczby zgonów na COVID-19**. Zmienna ta nie ma bezpośredniego wpływu na popyt na sprzęt IT, jednak dobrze odzwierciedla nasilenie popytu na takie urządzenia w trakcie pandemii. Uważamy, że pandemia COVID będzie stopniowo wygasła. Przyjeliśmy, że liczba zgonów na COVID-19 będzie w 2022 r. niższa o 25% niż w 2021 r., a w 2023 r. spadnie o kolejne 25% r/r. Takiemu założeniu będzie opowiadało stopniowe wygasanie popytu na sprzęt ITC po uzupełnieniu braków sprzętowych i wymianie przestarzałych urządzeń w trakcie modernizacji zrealizowanej w latach 2020-2021.

W naszym średnioterminowym scenariuszu makroekonomicznym oczekujemy silnego wyhamowania tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce. Podwyższona niepewność dotycząca perspektyw gospodarczych (w tym przebiegu wojny w Ukrainie oraz kształtowania się cen nośników energii), pogorszenie klimatu inwestycyjnego, wzrost kosztów przedsiębiorstw oraz spadek ich marż i zysków będzie oddziaływał w kierunku spadku inwestycji przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę utrzymujące się napięcia na linii Polska-Unia Europejska uważamy, że Krajowy Plan Odbudowy nie zostanie uruchomiony w 2023 r., co będzie oddziaływało w kierunku spadku inwestycji publicznych. Wolniejszy wzrost nominalnych inwestycji będzie – zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego -- czynnikiem hamującym popyt na sprzęt IT w kolejnych kwartałach.



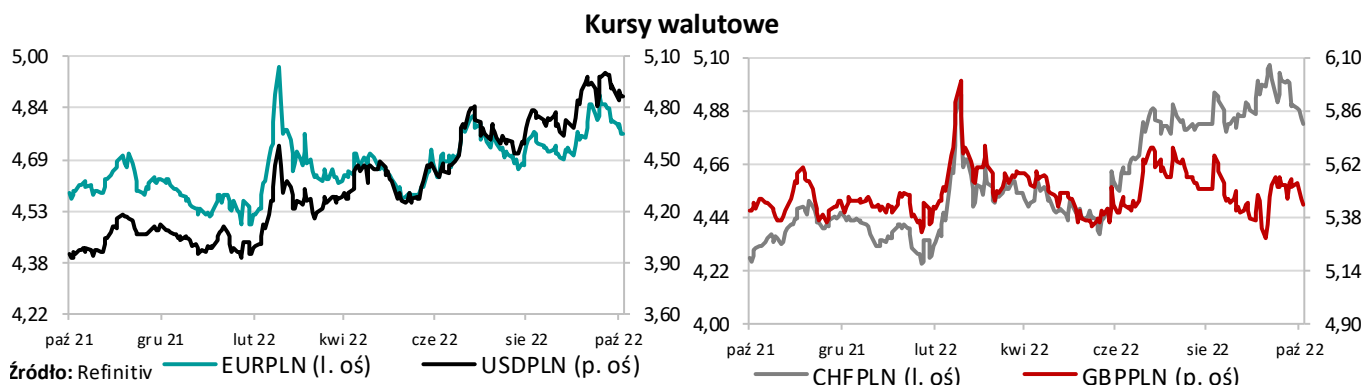
W rezultacie, wraz z wygasaniem boomu obserwowanego w latach 2020-2021 oraz zmniejszoną aktywnością inwestycyjną prognozujemy, że przychody w kategorii „sprzedaż hurtowa narzędzi technologii informacyjnej i komunikacyjnej” zmniejszą się do 40,2 mld zł w 2022 r. wobec 42,0 mld zł w 2021 r. (spadek o 4,5% r/r), a w 2023 r. wyniosą 36,6 mld zł

(-8,9% r/r).

Należy jednak zauważyć, że popyt na sprzęt ITC będzie nadal utrzymywał się znacząco powyżej wielkości obserwowanych przed wybuchem pandemii ze względu na zmianę modelu funkcjonowania niektórych przedsiębiorstw oraz zmianę zachowania przez gospodarstwa domowe. Nasze założenie o niewygasającej w pełni pandemii COVID-19 (liczba zgonów w 2023 r. spada do 50% wielkości obserwowanych 2021 r.)

odzwierciedla trwale zwiększenie się popytu na sprzęt ITC w długim okresie. To zwiększenie popytu będzie związane m.in. z rozpowszechnieniem pracy zdalnej i szerszym zastosowaniem środków komunikacji zdalnej przez przedsiębiorstwa. Tym samym w naszej prognozie wielkość przychodów ze sprzedaży hurtowej sprzętu ITC będzie w 2022 r. wyższa o 60,7% niż w 2019 r., a w 2023 r. wyższa o 46,4% niż w 2019 r.

## Posiedzenie EBC może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego

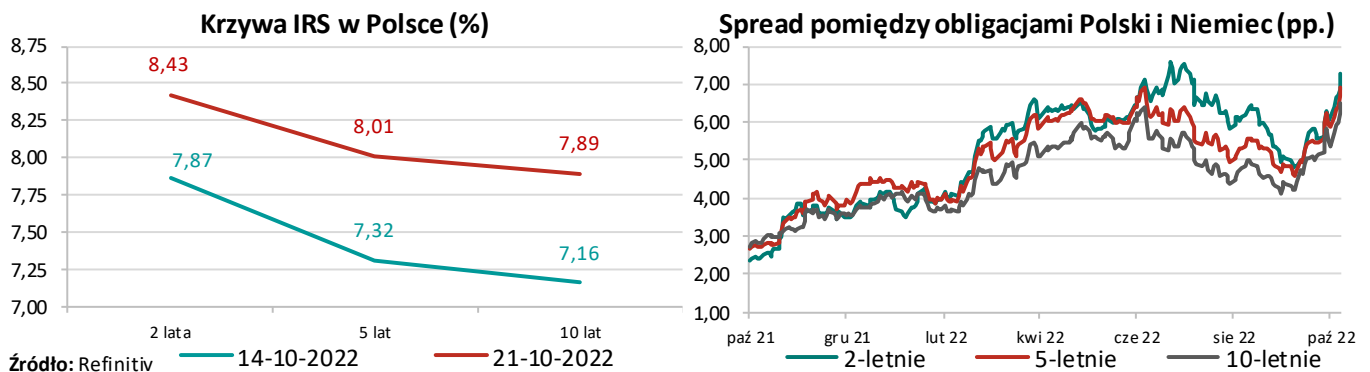


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,7672 (umocnienie złotego o 0,9%).** Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. Spadek obserwowany był również w przypadku kursu EURHUF, co wskazuje, że źródłem aprecjacji złotego oraz forinta było obniżenie awersji do ryzyka w regionie. Publikacje licznych krajowych danych makroekonomicznych (patrz powyżej) nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Z kolei kurs EURUSD, z uwagi na relatywnie ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych w światowej gospodarce, charakteryzował się relatywnie niską zmiennością. Dopiero w piątek na koniec dnia doszło do osłabienia dolara względem euro. Było ono efektem pojawienia się w mediach informacji sugerujących, że Fed będzie kalibrował swoje przyszłe podwyżki stóp procentowych, tak aby uniknąć zbyt silnego zacieśnienia polityki pieniężnej. Ponadto, negatywna dla kursu dolara była również wypowiedź członkini FOMC, M. Daly, która zasugerowała, że w Rezerwie Federalnej rośnie świadomość czynników ryzyka związanych z ostatnimi silnymi podwyżkami stóp procentowych w USA.

W tym tygodniu w kluczowe dla kursu złotego będzie posiedzenie EBC, które może przyczynić się do jego podwyższonej zmienności. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych dotyczących światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu. 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.

## Posiedzenie EBC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 8,43 (wzrost o 56pb), 5-letnie do 8,01 (wzrost o 69pb), a 10-letnie do 7,89 (wzrost o 73pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego silnego zwiększenia stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku wzrostu rentowności na rynkach bazowych oddziaływały oczekiwania inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Lokalnie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu stawek IRS była zapowiedź BGK, zgodnie z którą emisja obligacji na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych do końca 2022 r. może sięgnąć 15,2 mld zł. W kierunku wzrostu stawek IRS oddziaływała również aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 5,3 mld PLN przy popycie równym 7,3 mld PLN. Piątkowa decyzja BGK o odwołaniu zaplanowanej na dzisiaj aukcji obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz obligacji na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, związana najprawdopodobniej z wysoką zmiennością warunków rynkowych, nie wpłynęła istotnie na stawki IRS.

Uważamy, że w tym tygodniu podwyższonej zmienności stawek IRS będzie sprzyjać posiedzenie EBC. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu. 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	wrz 21	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
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	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
Kurs EURPLN*	4,60	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,83
Kurs USDPLN*	3,98	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,98
Kurs CHFPLN*	4,27	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	5,02
Inflacja CPI (r/r, %)	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,2	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	8,7	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	11,1	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	4,9	4,9	4,8	4,7	
Saldo ROB (mln EUR)	-1653	941	-1482	-3883	-1091	-2032	-4206	-2844	-1340	-541	-1887	-3967		
Eksport (r/r, % EUR)	11,0	6,2	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	24,8		
Import (r/r, % EUR)	22,3	22,0	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,2		

\* 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)	8,5	5,5	3,9	0,5	-1,0	0,1	2,6	3,2	6,8	4,3	1,2	
Konsumpcja (% r/r)	6,6	6,4	1,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	6,3	3,5	0,4	
Inwestycje (% r/r)	4,3	7,1	4,2	0,6	-1,4	0,2	1,9	2,4	2,1	3,5	1,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,0	5,2	4,5	3,3	1,6	0,5	2,9	4,5	12,5	3,8	2,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,8	7,8	2,2	0,9	0,7	-1,5	4,7	6,5	16,1	4,6	2,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,9	3,6	0,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	3,5	2,0	0,2
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,1	0,7	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,4	0,6	0,2
	Eksport netto (pp.)	-3,8	-1,2	1,4	1,4	0,6	1,3	-0,9	-1,0	-1,0	-0,3	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,7	-3,5	-3,9	-4,0	-3,8	-3,4	-3,7	-4,3	-1,4	-4,0	-4,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	4,9	4,7	5,0	5,3	5,0	4,7	5,0	5,4	5,0	5,0	
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**
<b>Poniedziałek 24.10.2022 r.</b>							
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	47,8		47,0	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	48,8		48,2	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	48,4		47,8	
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	48,1		47,5	
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	52,0		51,2	
<b>Wtorek 25.10.2022 r.</b>							
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	84,3		83,3	
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Sierpień	-0,4			
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	0,0			
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	108,0	106,0	106,5	
<b>Środa 26.10.2022 r.</b>							
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	6,1		6,1	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	685	582	590	
<b>Czwartek 27.10.2022 r.</b>							
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	1,25	2,00	2,00	
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	-0,6	2,3	2,4	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	-0,2	0,6	0,5	
<b>Piątek 28.10.2022 r.</b>							
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,1	-0,2	-0,2	
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Październik	0,81			
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	10,9		10,9	
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Wrzesień	0,1			
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Wrzesień	6,2	6,3		
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Wrzesień	4,9	5,2	5,2	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	59,8	59,5	59,8	

\* 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



**Jakub BOROWSKI**

Główny Ekonomista  
tel.: 22 573 18 40

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krzysztof JAWORSKI**

Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**

Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto: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](mailto: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.