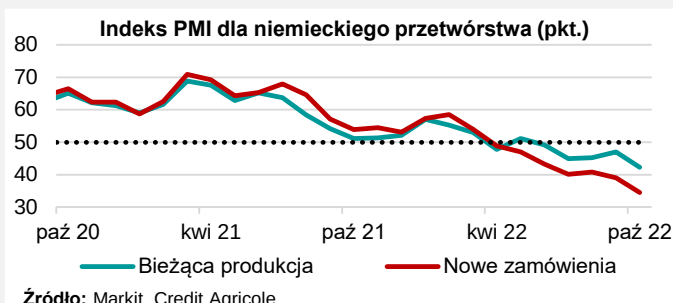


W tym tygodniu

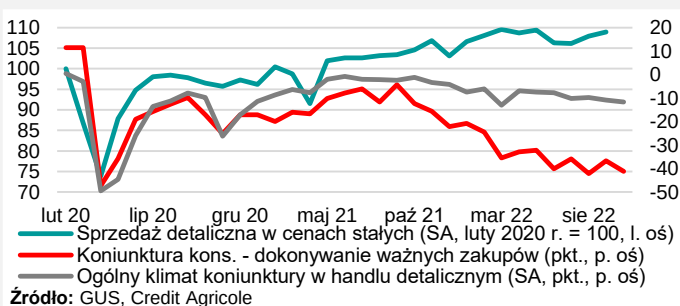
- 
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w listopadzie do 47,0 pkt. wobec 47,3 pkt. w październiku. W kierunku dalszego pogorszenia koniunktury w strefie euro oddziałuje spowolnienie wzrostu gospodarczego w światowej gospodarce, a także podwyższona niepewność związana z rosnącymi cenami energii. Inwestorzy oczekują z kolei lekkiego wzrostu indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 45,3 pkt. w listopadzie z 45,1 pkt. w październiku). Nie będzie to jednak sygnał poprawy koniunktury, a jedynie nieznaczna korekta po silnym (o 2,7 pkt.) spadku indeksu miesiąc temu. Kluczową informacją w raporcie PMI będzie ocena przedsiębiorstw dotycząca wpływu szoku gazowego na ich działalność. W czwartek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 85,3 pkt. w listopadzie z 84,3 pkt. w październiku. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.
- 
Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC. Istotnym elementem *Minutes* będą informacje na temat różnic w oczekiwaniach poszczególnych członków Fed dotyczących tempa zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach, w szczególności konieczności zmniejszenia skali kolejnych podwyżek stóp procentowych. W trakcie konferencji po listopadowym posiedzeniu FOMC J. Powell stwierdził, że w pewnym momencie właściwe będzie obniżenie tempa podwyżek stóp procentowych, nie wskazując jednak konkretnie kiedy miałyby to nastąpić. Prezes Fed zaznaczył wtedy także, że jest zbyt wcześnie by myśleć o zakończeniu podwyżek stóp procentowych. Należy jednocześnie pamiętać, że poglądy członków FOMC wyrażone w *Minutes* mogły się już częściowo zdezaktualizować z uwagi na napływające w międzyczasie dane makroekonomiczne (w szczególności niższą od oczekiwań inflację w październiku, por. MAKROmapa z 14.11.2022). Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- 
W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Oczekujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w październiku o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,4% we wrześniu z uwagi na mniejsze zamówienia w branży transportowej. Naszym zdaniem, dane o sprzedaży nowych domów (573 tys. w październiku wobec 603 tys. we wrześniu) potwierdzą spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (55,0 pkt. wobec 59,9 pkt.) wskaże na utrzymujące się słabe nastroje nastrojów gospodarstw domowych związane m.in. z utrzymującą się wysoką inflacją. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu pozostaną w cieniu *Minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC i będą neutralne dla rynków finansowych.
- 
We wtorek opublikowane zostaną dane o październikowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do 7,8% r/r wobec 9,8% we wrześniu. W kierunku spowolnienia produkcji oddziaływał efekt wysokiej bazy sprzed roku i pogorszenie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym sygnalizowane przez wyniki badań GUS i indeks PMI (por. MAKROPuls z 2.11.2022). Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje



się zgodnie z konsensem a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

✓ **We wtorek opublikowane zostaną również październikowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 2,3% r/r. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia, wspierana przez silną presję płacową, również nie zmieniła się znacząco w porównaniu do września (14,2% r/r wobec 14,5% we wrześniu). Październikowe dane będą kolejnym potwierdzeniem dobrej sytuacji na rynku pracy. Uważamy, że wysoka inflacja i niska stopa bezrobocia oraz utrzymujące się trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą sprzyjały presji na wzrost wynagrodzeń w kolejnych miesiącach. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

✓ **W środę poznamy dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży w cenach bieżących obniżyło się do 19,0% r/r w październiku wobec 21,9% we wrześniu. W kierunku spowolnienia wzrostu sprzedaży oddziaływało pogorszenie nastrojów



konsumenckich i koniunktury w handlu detalicznym (por. wykres), jak również dalszy wzrost inflacji, który ograniczał realną siłą nabywczą gospodarstw domowych. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu (21,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

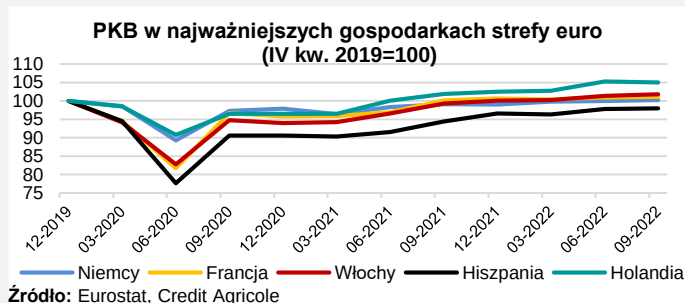
✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się w III kw. do 3,5% r/r wobec 5,8% w II kw., a tym samym ukształtowała się ona lekko powyżej konsensusu rynkowego (3,4%) oraz poniżej naszej prognozy (3,9%).** Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec miesiąca. Uważamy, że głównym źródłem zmniejszenia dynamiki PKB w III kw. w porównaniu do II kw. był niższy wkład konsumpcji, będący efektem obniżającego się realnego tempa wzrostu funduszu płac, a także silnego pogorszenia koniunktury konsumenckiej. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast najprawdopodobniej wyższy wkład eksportu netto, który w naszej ocenie był głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. Zwiększeniu wkładu eksportu netto do wzrostu PKB sprzyjało wyhamowanie popytu konsumpcyjnego w Polsce, a także odnotowane w poprzednich miesiącach istotne osłabienie złotego względem głównych walut (por. MAKROpuls z 15.11.2022). Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w III kw. do 0,9% wobec -2,3% w II kw. Oznacza to, że Polska uniknęła tzw. technicznej recesji polegającej na spadku PKB w ujęciu kwartalnym przynajmniej przez dwa kwartały z rzędu. Realizuje się tym samym nasz scenariusz „miękkiego lądowania”, zgodnie z którym choć dynamika polskiego PKB w 2023 r. wyraźnie obniży się, to pozostanie ona dodatnia (1,2% r/r wobec 4,5% w 2022 r. i 6,8% w 2021 r.).

✓ **Zgodnie z finalnymi danymi GUS inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w październiku do 17,9% r/r wobec 17,2% w sierpniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS oraz poniżej konsensusu rynkowego (18,0%) oraz naszej prognozy (18,2%).** 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 wyniosła w październiku 11,0% 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% (por. MAKROpuls z 15.11.2022). W świetle utrzymującego się silnego wzrostu dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz inflacji bazowej, a także ostatnich wypowiedzi premiera M. Morawieckiego, które zasugerował istotne modyfikacje w Tarczy Antyinflacyjnej, zrewidowaliśmy nasz scenariusz inflacji (patrz poniżej). Obecnie oczekujemy, że w 2022 r. inflacja zwiększy się do 14,4% r/r wobec 5,1% (14,5% przed rewizją), a w 2023 r. obniży się do 11,8% (10,4%).

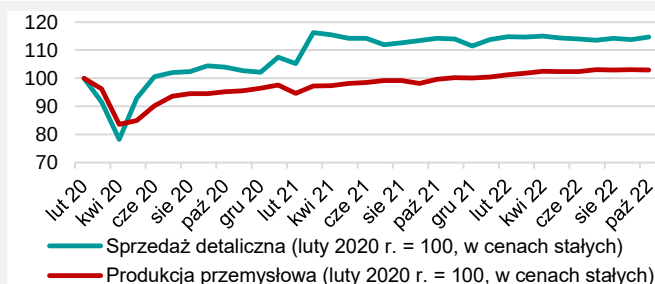
- **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się we wrześniu do -1561 mln EUR wobec -3332 mln EUR w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-3051 mln EUR) i naszej prognozy (-3362 mln EUR).** Tym samym jest to 11 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych, usług, dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 588 mln EUR, 375 mln EUR, 689 mln EUR i 119 mln EUR wyższe niż w sierpniu). Jednocześnie we wrześniu odnotowano spadek dynamiki eksportu (25,5% r/r we wrześniu wobec 26,7% w sierpniu), przy jednoczesnym wzroście dynamiki importu (28,9% wobec 28,7%). Zgodnie z komunikatem NBP głównym czynnikiem wyjaśniającym silny wzrost wartości eksportu oraz importu było zwiększenie cen transakcyjnych, podczas gdy zmiany w wolumenie handlu pozostawały niewielkie. W danych warto odnotować utrzymujący się w ostatnich miesiącach zwiększony eksport w branży motoryzacyjnej, co zgodnie z komunikatem NBP jest efektem poprawy dostępności kluczowych komponentów wykorzystywanych w produkcji. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w III kw. do -3,7% wobec -3,5% w II kw.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin.** Dane o produkcji przemysłowej (5,0% r/r w październiku wobec 6,3% we wrześniu), sprzedaży detalicznej (-0,5% wobec 2,5%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (5,8% wobec 5,9%) zasygnalizowały dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach. Jednocześnie ukształtowały się one poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 5,1%, 5,9% oraz 1,0%). W danych widać efekty zarówno osłabienia popytu wewnętrznego (będące w znacznym skutkiem prowadzonej przez chiński rząd polityki „zero COVID” oraz kryzysu na rynku nieruchomości), jak i spowolnienia 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.

- **Zgodnie z drugim 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 4,3% w II kw.), a tym samym ukształtowała się zgodnie z pierwszym szacunkiem Eurostatu.** Jednocześnie kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększyła się w III



kw. do 0,3% wobec 0,1% w II kw., we Francji spadła do 0,2% wobec 0,5%, w Hiszpanii do 0,2% wobec 1,5%, a we Włoszech do 0,5% w III kw. wobec 1,1% w II kw. Opublikowane dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. Uwzględniając lepsze od 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 ważne dane z USA. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w październiku do -0,1% m/m wobec 0,1% we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-0,2%). Spadek dynamiki produkcji przemysłowej wynikał z niższej dynamiki produkcji w



górnictwie oraz w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w październiku do 79,9% wobec 80,1% we wrześniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zwiększyła się w październiku do 1,3% wobec 0,0% we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,9%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zwiększyła się w październiku do 1,3% wobec 0,1% we wrześniu. Warto odnotować, że najsilniejsze wzrosty nominalnej sprzedaży odnotowano w kategoriach charakteryzujących się relatywnie wysoką inflacją (m.in. „paliwa”, „materiały budowlane”, „samochody i części samochodowe”). Jednocześnie sprzedaż obniżyła się w takich kategoriach jak „galerie handlowe”, „niewyspecjalizowane sklepy” czy też „elektronika”, co naszym zdaniem świadczy o słabnącym popycie konsumpcyjnym w USA. Na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały z kolei dane o pozwoleniach na budowę (1526 tys. w październiku wobec 1564 tys. we wrześniu), rozpoczętych budowach (1425 tys. wobec 1488 tys.), a także sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,43 mln wobec 4,71 mln). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Regionalne indeksy NY Empire State (4,5 pkt. w listopadzie wobec -9,1 pkt. w październiku) oraz Philadelphia Fed (-19,4 pkt. wobec -8,7 pkt.) dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej nieznacznie w górę prognozy, zgodnie z którą amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,8% (1,7% przed rewizją) wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 0,5% (0,5%).

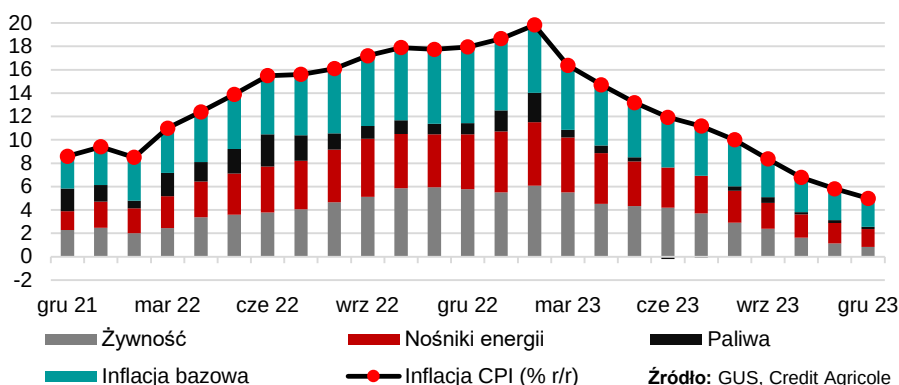
Prognoszowana inflacja w górę, oczekiwane stopy procentowe w dół

Dane o inflacji w październiku ukształtowały się poniżej naszej prognozy (por. MAKROpuls z 15.11.2022). Jednocześnie struktura inflacji była odmienna od naszych przewidywań. Ponadto, dotychczas zakładaliśmy, że czas obowiązywania Tarczy Antyinflacyjnej zostanie wydłużony do końca 2023 r., podczas gdy ostatnie wypowiedzi premiera M. Morawieckiego sugerują, że w 2023 r. zostaną dokonane w niej istotne modyfikacje. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji.

Komisja Europejska zwracała uwagę, że unijne ramy prawne nie pozwalają na zastosowanie obniżonej stawki VAT na nośniki energii i paliwa w Polsce. Rząd analizuje obecnie przywrócenie z początkiem 2023 r. podstawowych stawek VAT na wspomniane towary i zastąpienie ich innymi instrumentami oddziałującymi w kierunku ograniczenia wzrostu cen energii dla gospodarstw domowych. Obecnie nie są znane szczegóły nowego rozwiązania, jednak zgodnie ze wstępnymi informacjami medialnymi będzie się ono opierało o mechanizm rekompensat dla spółek energetycznych oraz redukcję ich nadzwyczajnych zysków. Nie znając szczegółów nowego mechanizmu trudno oszacować, jaki będzie wypadkowy wpływ działań rządu na kształtowanie się nośników energii i paliw w 2023 r. Uważamy, że nowe instrumenty nie

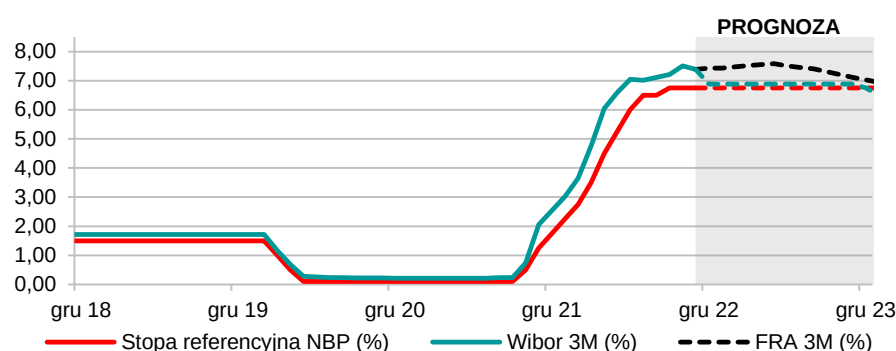
skompensują w pełni efektów likwidacji Tarczy Antyinflacyjnej (tj. przywrócenia 23% stawki VAT z obecnych 0% w przypadku gazu, 5% na prąd, 8% na paliwa i 5% na ciepło). Tym samym zakładamy, że w styczniu 2023 r. ceny prądu i ciepła dla gospodarstw domowych wzrosną o kilkanaście procent m/m, a ceny paliw o mniej niż 10% (obniżki cen bazowych netto skompensują częściowo efekt przywrócenia wyższych stawek VAT). Z kolei ceny gazu zostaną naszym zdaniem zamrożone na obecnym poziomie (przywrócenie 23% stawki VAT zostanie skompensowane w pełni przez obniżkę ceny bazowej netto). W świetle niektórych doniesień medialnych dostrzegamy jednak istotne ryzyko, że cena netto gazu nie zostanie obniżona tylko pozostanie bez zmian, w efekcie czego cena brutto gazu zwiększyłaby się z początkiem 2023 r. o 23%. Likwidacja Tarczy Antyinflacyjnej i wprowadzenie nowych rozwiązań będzie naszym zdaniem oddziaływać w kierunku podniesienia ścieżki dynamiki nośników energii i paliw w 2023 r.

Zrewidowaliśmy w górę również naszą ścieżkę cen żywności. Październikowe dane okazały się wyższe od naszych oczekiwań, co podniosło punkt startowy naszej prognozy. Choć w ostatnich miesiącach można zaobserwować wyraźny spadek cen większości surowców rolnych na światowym rynku, to presja na wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych pozostaje silna ze względu na zwiększające się koszty przetwórstwa i dystrybucji żywności. W konsekwencji prognozujemy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych zwiększy się w 2022 r. do 15,4% r/r (14,9% przed rewizją) wobec 3,2% w 2021 r., podczas gdy w 2023 r. obniży się do 13,4% (11,5%). Jednocześnie podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych osiągnie swoje maksimum lokalne w IV kw. br. W naszym scenariuszu założyliśmy, że zerowa stawka podatku VAT na żywność zostanie utrzymana w 2023 r., na co wskazują ostatnie zapowiedzi rządu.



Inflacja bazowa w październiku ukształtowała się poniżej naszej prognozy, jednak szybki wzrost cen nadal realizował się w większości kategorii. Presja inflacyjna ma zatem wciąż szeroki zakres i jest głównie związana ze wzrostem kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw (w tym cen energii). Niemniej jednak, z uwagi na niższy punkt startowy, obniżyliśmy nieznacznie ścieżkę

inflacji bazowej w 2023 r. Uważamy, że średniorocznie wyniesie ona 7,6% r/r wobec 9,1% w br. Podsumowując zarysowane powyżej tendencje, oczekujemy, że inflacja ogółem osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 19,8% r/r w lutym 2023 r., a następnie zacznie się obniżać w okolice 5% pod koniec 2023 r. Oczekujemy, że inflacja CPI wyniesie 14,4% r/r w br. i 11,8% w 2023 r. (poprzednio odpowiednio 14,5% i 10,4%). Nasza prognoza jest obarczona istotnym ryzykiem związanym z brakiem konkretnych informacji dotyczących nowego mechanizmu ograniczenia wzrostu cen energii, który zostanie wkrótce ogłoszony przez rząd.

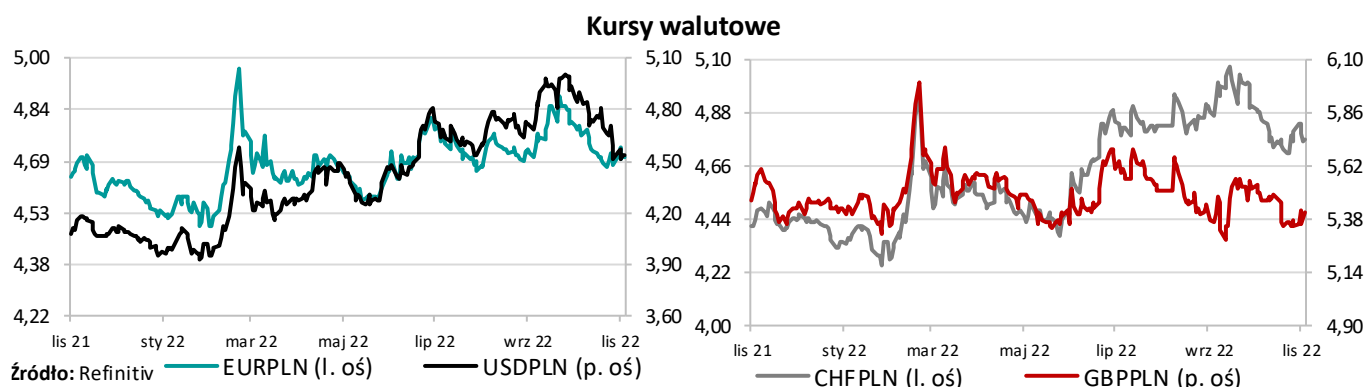


Źródło: Reuters, Credit Agricole

Listopadowa, druga z rzędu decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, jest zgodna z deklarowaną w wypowiedziach publicznych przez prezesa NBP i niektórych członków Rady niechęcią do dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej mimo uporczywie wysokiej inflacji i niskiego prawdopodobieństwa

powrotu inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Naszym zdaniem decyzja ta sygnalizuje znaczący wzrost prawdopodobieństwa scenariusza, w którym Rada zakończyła cykl podwyżek stóp procentowych pomimo braku w listopadowej komunikacie takiej deklaracji. Taka ocena jest spójna z wypowiedziami prezesa NBP na listopadowej konferencji. A. Głapiński dał wówczas do zrozumienia, że w sytuacji, w której inflacja będzie kształtowała się zgodnie z listopadową projekcją NBP, nie należy spodziewać się kolejnych podwyżek stóp procentowych. Zwrócił on również uwagę, że zbyt szybkie sprowadzanie inflacji do celu mogłoby znaleźć odzwierciedlenie w gwałtownym obniżeniu aktywności gospodarczej i znaczącym wzroście stopy bezrobocia. W konsekwencji zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki pieniężnej. Uważamy, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023 r. Uważamy, że prawdopodobieństwo rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w II poł. 2023 r. jest niskie. Prognozowana przez nas wyższa inflacja i brak materializacji oczekiwanych przez nas wcześniej kolejnych podwyżek stóp procentowych w br. będą rodzić konieczność utrzymywania stabilnych stóp procentowych przez dłuższy czas w celu obniżenia inflacji w średnim terminie.

Krajowe dane o sprzedaży detalicznej mogą osłabić złotego



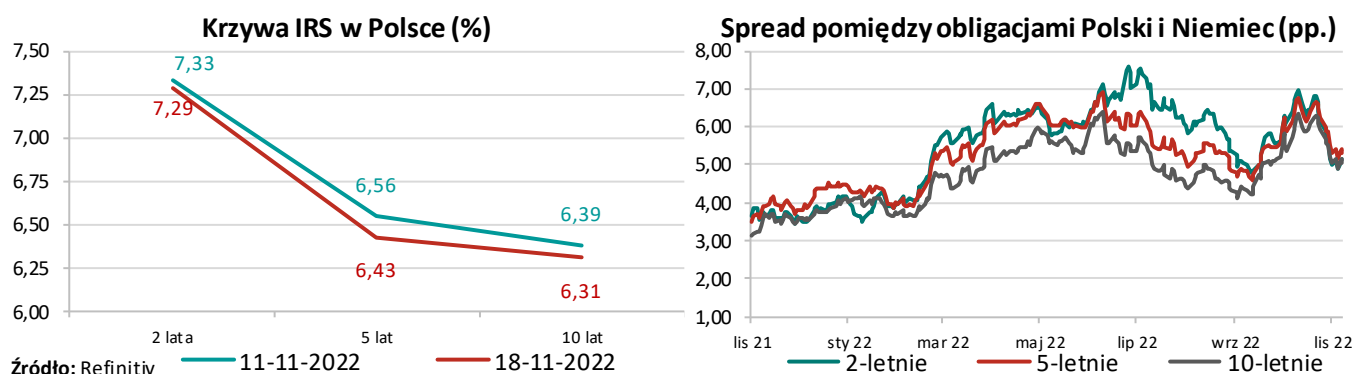
Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,7031 (osłabienie złotego o 0,5%). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu EURPLN w reakcji na eksplozję rakiety w przygranicznym Przewodowie. Z uwagi na początkowe sprzeczne doniesienia medialne co do przyczyn incydentu, przejściowo zwiększyły się obawy inwestorów o dalszą eskalację wojny w Ukrainie, stąd doszło do wyraźnego osłabienia złotego. W kolejnych dniach złoty w pełni odrobił straty. Publikacja krajowych danych o PKB nie miała istotnego wpływu na rynek. Z uwagi na incydent w Przewodowie, w ubiegłym tygodniu odnotowano także przejściowe umocnienie dolara względem euro.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, która może przyczynić się do osłabienia kursu polskiej waluty. Z kolei w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego może oddziaływać zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z

listopadowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Publikacja *Minutes* FOMC może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 7,29 (spadek o 4pb), 5-letnie do 6,43 (spadek o 13pb), a 10-letnie do 6,31 (spadek o 8pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Obniżeniu stawek IRS na rynkach bazowych sprzyjały zmniejszające się oczekiwania inwestorów na dalsze, silne podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Incydent w Przewodowie, a także publikacja krajowych danych o PKB nie miały istotnego wpływu na rynek. Pod koniec tygodnia doszło do nieznacznej korekty i wzrostu stawek IRS.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będą krajowe dane o sprzedaży detalicznej, które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą przyczynić się do spadku stawek IRS. Podwyższonej zmienności stawek IRS może natomiast sprzyjać zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym czynnikiem wpływającym na krzywą dochodowości pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej o raz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Proгноzy 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	6,75
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	4,58
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	17,9	
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	11,0	
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	-1483	-3883	-1091	-2032	-4206	-2844	-1340	-541	-1887	-3332	-1561		
Eksport (r/r, %, EUR)	6,2	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	26,7	25,5		
Import (r/r, %, EUR)	22,0	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,7	28,9		

* wartość na koniec miesiąca

Proгноzy 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	3,5	0,8	-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	-3,7	-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	14,6	14,0	14,5	13,2	11,4	9,9	8,9	12,5	12,3
Inflacja CPI (%)*		9,6	13,9	16,3	17,9	18,3	13,3	9,8	5,9	5,1	14,4	11,8
Wibor 3-miesięczny (%)**		4,77	7,05	7,21	6,88	6,88	6,88	6,88	6,76	2,54	6,88	6,76
Stopa referencyjna NBP (%)**		3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	1,75	6,75	6,75
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**
Wtorek 22.11.2022 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	2,3	2,3	2,2
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	14,5	14,2	13,8
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	24,6	22,8	23,5
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	9,8	7,8	7,8
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	-26,3		
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-27,6		-26,0
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Listopad	-10,0		
Środa 23.11.2022 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	45,1		45,2
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	21,9	19,0	21,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	48,6		48,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	46,4		46,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	47,3		47,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	0,4	0,3	0,4
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,4		49,8
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Październik	603	573	570
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	54,7	55,0	55,0
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Listopad			
Czwartek 24.11.2022 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	84,3		85,0
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	7,7	7,6	7,5
Piątek 25.11.2022 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,3	0,3	0,3
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Październik	5,1	5,0	5,1

* 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