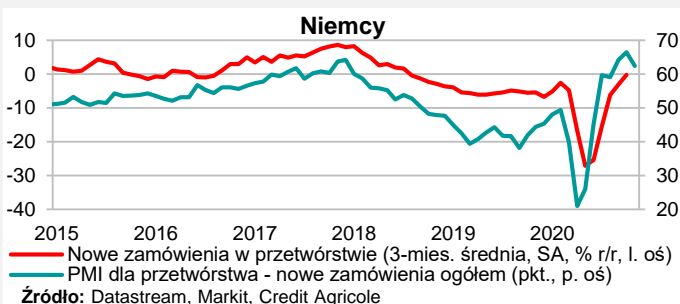


W tym tygodniu

- ▄ **Najważniejszym wydarzeniem będzie zaplanowany na czwartek i piątek szczyt UE.** Kluczową kwestią będą negocjacje dotyczące tzw. zasady warunkowości w celu ochrony budżetu UE, który ma na celu zapewnienie przestrzegania praworządności w krajach członkowskich UE (por. MAKROmapa z 23.11.2020). Zgodnie z informacjami prasowymi, kraje członkowskie rozważają wprowadzenie rozwiązań pozwalających na ominięcie weta Polski i Węgier. Miałyby one polegać na stworzeniu „pomostu” pozwalającego na uruchomienie transferów pieniężnych do pozostałych krajów UE do czasu kiedy Polska i Węgry ostatecznie wycofają swoje weto. Takie działanie pozwoliłoby na terminowy start Funduszu Odbudowy. Uważamy, że jeśli na szczycie UE w tym tygodniu nie zostanie osiągnięty kompromis pomiędzy Polską, Węgrami i pozostałymi krajami członkowskimi, będziemy mieć do czynienia z osłabieniem kursu złotego i znaczącym czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy EURPLN na koniec br. (4,43).
- ▄ **W czwartek odbędzie się posiedzenie Europejskiego Bank Centralnego. Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną utrzymane na bieżącym poziomie.** Uważamy, że bank centralny zwiększy skalę realizowanego skupu aktywów PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), którego celem jest przeciwdziałanie negatywnemu wpływowi epidemii COVID-19 na gospodarkę strefy euro, o 500 mld EUR. EBC wydłuży również horyzont działania tego programu do połowy 2022 r. Ponadto, EBC uruchomi kolejną rundę programu TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*), polegającego na udzielaniu bankom komercyjnym długoterminowych pożyczek mających na celu pobudzenie akcji kredytowej. Wsparciem dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej będzie najnowsza projekcja ekonomiczna EBC, w której średnioterminowa ścieżka inflacji zostanie najprawdopodobniej zrewidowana w dół. Konferencja po posiedzeniu EBC w tym tygodniu może przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- ▄ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja ogółem zmniejszyła się w listopadzie do 1,1% r/r wobec 1,2% w październiku, na co złożyły się silniejszy spadek cen nośników energii, wolniejszy wzrost cen żywności oraz stabilizacja inflacji bazowej (1,6% r/r). W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 723 tys. wobec 712 tys. tydzień temu. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się do 77,0 pkt. grudniu wobec 76,9 pkt. w listopadzie. Naszym zdaniem publikacje danych z USA nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe
- ▄ **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Oczekujemy, że jego wartość zwiększy się do 50,0 pkt. w grudniu wobec 39,0 pkt. w listopadzie, m.in. z uwagi na korzystny wpływ wiadomości dotyczących szczepionki na COVID-19. Publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla rynków finansowych.
- ▄ **W ostatnich dniach poznaliśmy ważne dane z niemieckiej gospodarki.** Opublikowana dziś produkcja przemysłowa zwiększyła się w październiku o 3,2% m/m wobec wzrostu o 2,3% we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (+1,5%). Zwiększenie dynamiki produkcji przemysłowej wynikało z wyższej dynamiki produkcji w energetyce oraz w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek dynamiki produkcji w budownictwie. Mimo odnotowanego w październiku wzrostu produkcja przemysłowa w Niemczech pozostaje nadal znacząco niższa (o ok. 5%) niż w lutym, czyli w ostatnim miesiącu przez silnym wpływem pandemii na niemiecki przemysł. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. nowych



zamówień w niemieckim przetwórstwie, które zwiększyły się w październiku o 2,9% m/m wobec wzrostu o 1,1% we wrześniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (1,5%). Zwiększenie tempa wzrostu zamówień wynikało z wyższej dynamiki zarówno zamówień krajowych jak i zagranicznych. Głównym źródłem wzrostu zamówień zagranicznych był popyt spoza strefy euro. Warto odnotować, że październikowe dane o produkcji przemysłowej i nowych zamówieniach w przetwórstwie nie uwzględniają w pełni wpływu drugiej fali pandemii, stąd szczególnie w kontekście listopadowych indeksów PMI należy podchodzić do nich z dużą ostrożnością. W konsekwencji dane z niemieckiej gospodarki są neutralne dla rynków finansowych.

- **Dzisiaj opublikowane zostały dane o bilansie handlowym w Chinach.** Jego saldo zwiększyło się listopadzie do 74,4 mld USD wobec 58,44 mld USD w październiku. Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w listopadzie do 21,1% r/r wobec 11,4% w październiku, a dynamika importu spadła do 4,5% r/r wobec 4,7%, podczas gdy oczekiwania rynku wynosiły odpowiednio 12,0% o 6,1%. Słabsze od konsensusu rynkowego dane o imporcie wskazujące na osłabienie popytu wewnętrznego są spójne z naszą zrewidowaną w dół prognozą PKB w Chinach (patrz poniżej). Jednocześnie lepsze od oczekiwań dane o eksporcie są zgodne z wynikami badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa (patrz poniżej).

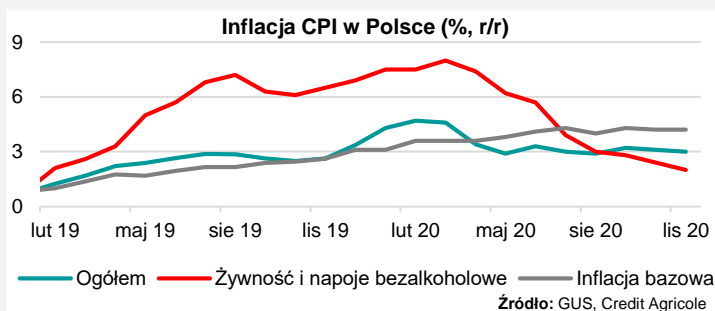
W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z finalnym szacunkiem dynamika PKB w Polsce wyniosła -1,5% r/r w III kw. wobec -8,4% w II kw., a tym samym ukształtowała się ona nieznacznie powyżej opublikowanego wcześniej wstępnego szacunku (-1,6%).** Oczyszczony z wpływu czynników sezonowych PKB zwiększył się w III kw. o 7,9% kw/kw wobec spadku o 9,0% w II kw. Oznacza to, że odsezonowany poziom PKB ukształtował się w III kw. na poziomie o 2,1% niższym niż w IV kw. 2019 r., tj. przed wybuchem pandemii COVID-19. Zwiększenie dynamiki PKB pomiędzy II a III kw. wynikało z wyższych wkładów spożycia indywidualnego (0,2 pp. w II kw. wobec -6,2 pp. III kw.), eksportu netto (1,7 pp. wobec 1,1 pp.), inwestycji (-1,7 pp. wobec -1,8 pp.) oraz spożycia publicznego (0,6 pp. wobec 0,5 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład zapasów (-2,3 pp. wobec -2,0 pp.). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje dodatnia roczna dynamika spożycia prywatnego, która była jednocześnie głównym czynnikiem dynamizującym PKB w III kw. Jest to pozytywne zaskoczenie, gdyż oczekiwaliśmy, że dynamika spożycia prywatnego ukształtuje się wciąż poniżej zera w III kw. Ożywienie konsumpcji było konsekwencją ustąpienia pierwszej fali pandemii COVID-19, zniesienia obostrzeń rządowych i większej aktywności zakupowej gospodarstw domowych w miesiącach wakacyjnych (por. MAKROpuls z 30.11.2020). Lepsza od naszych oczekiwań okazała się również dynamika inwestycji, której spadek był płytszy niż zakładaliśmy. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla prognozy, zgodnie z którą PKB w Polsce zmniejszy się w 2020 r. o 3,1% r/r wobec wzrostu o 4,5% w 2019 r. (patrz poniżej).
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa nie zmienił się w listopadzie w porównaniu do października i wyniósł 50,8 pkt.** Tym samym indeks już piąty miesiąc z rzędu kształtuje się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Na stabilizację indeksu złożyły się wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia, czasu dostaw oraz niższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje odnotowane w listopadzie znaczące wydłużenie czasu dostaw. Wynikało ono z zakłóceń w łańcuchach dostaw spowodowanych drugą falą pandemii i nie świadczy o poprawie koniunktury. Mylący może być również wzrost składowej dla zatrudnienia. Zwiększone tempo zatrudniania nowych pracowników w znacznym stopniu wynikało z próby zastąpienia pracowników przebywających na kwarantannie i nie sygnalizuje tym samym poprawy sytuacji w przetwórstwie (por. MAKROpuls z 01.12.2020). Wyłączając pozytywny wpływ składowych dla czasu dostaw oraz zatrudnienia na wartość indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa byłby on o 0,8 pkt. niższy i ukształtowałby się na granicy 50 pkt. oddzielającej

wzrost od spadku aktywności. W strukturze danych warto odnotować również wyraźny spadek składowych dla nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych, które w obu przypadkach ukształtowały się na najniższym poziomie od czerwca br. Spadek zamówień obserwowany podczas drugiej fali pandemii jest wyraźnie płytszy niż podczas pierwszej fali, gdyż jak dotąd, dzięki utrzymaniu ciągłości ruchu granicznego, udało się uniknąć całkowitego zerwania łańcuchów dostaw tak jak to miało miejsce podczas pierwszej fali pandemii. Indeks oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy zwiększył się w listopadzie w porównaniu do października i ukształtował się wyraźnie powyżej granicy 50 pkt. Sugeruje to, że firmy traktują obecne trudności jako przejściowe. Jest to spójne z naszą zrewidowaną prognozą, zgodnie z którą po przejściowym spadku rocznej dynamiki polskiego PKB w IV kw., w 2021 r. odnotujemy ożywienie wzrostu gospodarczego (patrz poniżej).

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła na ubiegłotygodniowym posiedzeniu stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%). W komunikacie wprowadzone zostały liczne zmiany akcentujące dynamicznie zmieniającą się sytuację w Polsce i zagranicą. Rada zwróciła uwagę m.in. na poprawę koniunktury w III kw., jednak ze względu na silny wzrost liczby zakażeń COVID-19 wraz z zaostrzeniem restrykcji epidemicznych spodziewa się ona obniżenia dynamiki PKB w IV kw. Zgodnie z komunikatem, RPP oczekuje ożywienia aktywności gospodarczej w 2021 r., jednak poziom PKB pozostanie prawdopodobnie niższy niż przed pandemią. Podobnie jak w listopadzie, w komunikacie podkreślono pozytywny wpływ działań ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowania polityki pieniężnej NBP na aktywność gospodarczą. Rada zaznaczyła jednak, że podwyższona niepewność oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych, wraz z brakiem wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP będą ograniczać tempo ożywienia gospodarczego (por. MAKROpuls z 02.12.2020). Zgodnie z komunikatem NBP będzie kontynuował skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku (wartość dotychczas skupionych obligacji wyniosła 105,5 mld zł). Podtrzymujemy prognozę pierwszej podwyżki stopy referencyjnej NBP (z 0,10% do 0,25%) w listopadzie 2022 r. (patrz poniżej).

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce obniżyła się w listopadzie do 3,0% r/r wobec 3,1% w październiku, kształtując zgodnie z konsensem rynkowym i poniżej naszej prognozy (3,1%). GUS opublikował częściowe dane nt.



struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,0% r/r w listopadzie wobec 2,4% w październiku) oraz nośników energii (4,7% wobec 4,8%), podczas gdy dynamika cen paliw nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła -9,2% r/r. Nie zmieniła się również inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zarówno w październiku jak i listopadzie wyniosła 4,2%. W najbliższych miesiącach oczekujemy spadku inflacji z uwagi na oddziaływanie efektów wysokiej bazy. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w 2020 r. wyniesie średniorocznie 3,4% r/r, a w 2021 r. zmniejszy się do 2,6% (patrz poniżej).

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła -0,3% r/r, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i

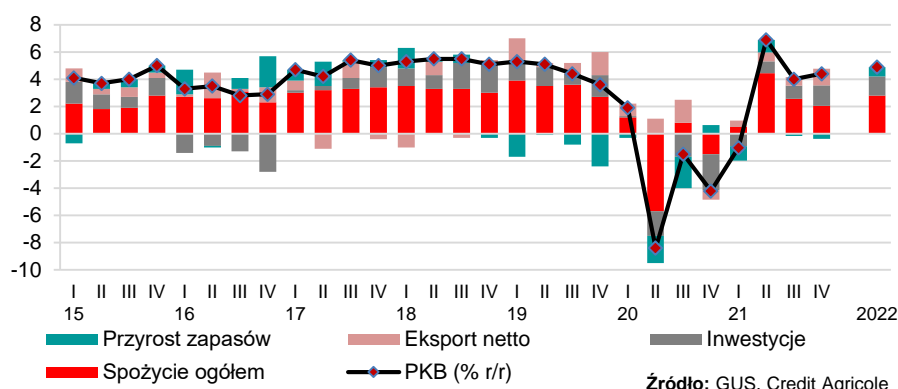
poniżej konsensusu rynku (-0,2%). Na stabilizację inflacji złożyły się wyższa dynamika cen usług oraz niższa dynamika cen dóbr przemysłowych, nośników energii i żywności. Inflacja bazowa nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i września i wyniosła -0,2% r/r, od trzech miesięcy pozostając na najniższym poziomie w historii. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym do końca br. w strefie euro obserwowana będzie deflacja. W 2021 r. oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji niemniej nie przekroczy ona 1,4% r/r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2020 r. inflacja ogółem w strefie euro obniży się do 0,3% r/r wobec 1,2% w 2019 r., a w 2021 r. wzrośnie do 0,8% r/r. Niska oczekiwana inflacja w strefie euro w 2021 r. będzie czynnikiem hamującym wzrost cen w Polsce w przyszłym roku (patrz poniżej).

Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 54,9 pkt. wobec 53,6 pkt., kształtując się powyżej oczekiwań rynku (53,5 pkt.) oraz naszej prognozy (53,4 pkt.). Tym samym indeks osiągnął najwyższą wartość od listopada 2010 r. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Struktura danych wskazuje, że głównym źródłem silnego ożywienia w chińskim przetwórstwie jest popyt wewnętrzny, niemniej w ostatnich miesiącach można zaobserwować również zwiększenie zamówień zagranicznych. Wyższy popyt znajduje odzwierciedlenie we wzroście składowej dla bieżącej produkcji, która osiągnęła w listopadzie najwyższy poziom od listopada 2010 r. Ożywienie produkcji w przetwórstwie sprzyja zwiększaniu zatrudnienia, które w listopadzie wzrosło trzeci miesiąc z rzędu. Jednocześnie składowa dla zatrudnienia ukształtowała się w listopadzie na najwyższym poziomie od grudnia 2010 r. Mimo wyraźnie lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury z chińskiego przetwórstwa, ze względu na napływające do tej pory dane z chińskiej gospodarki zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę dla dynamiki PKB w Chinach. Obecnie oczekujemy, że zmniejszy się ona w 2020 r. do 2,6% r/r wobec wzrostu o 6,1% w 2019 r., a w 2021 r. i w 2022 r. wyniesie odpowiednio 8,0% i 5,1%. Nasz scenariusz jest spójny z długoterminowym celem chińskiego rządu dla wzrostu gospodarczego (średnie tempo wzrostu PKB za ostatnie 15 lat w 2035 r. ma wynieść 4,73%).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 712 tys. wobec 787 tys. dwa tygodnie temu, co było poniżej oczekiwań rynku (775 tys.). Na uwagę zasługuje także dalszy silny spadek kontynuowanych wniosków (z 6,1 mln do 5,5 mln). Warto jednak pamiętać, że w znacznym stopniu wynika on z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem, które zwiększyło się w listopadzie o 245 tys. wobec wzrostu o 610 tys. w październiku (rewizja w dół z 638 tys.), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (469 tys.). Wzrost zatrudnienia odnotowano w 11 z 14 działów, z czego najsilniej zatrudnienie wzrosło w transporcie i magazynowaniu (+145 tys.), usługach biznesowych (+60 tys.) oraz handlu detalicznym (+54 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się w listopadzie do 6,7% wobec 6,9% w październiku, podczas gdy współczynnik aktywności zawodowej zmniejszył się w listopadzie do 61,5% wobec 61,7% w październiku, co w znacznym stopniu wynikało z zaprzestania poszukiwania pracy przez część bezrobotnych. Dynamika przeciętnego godzinowego wynagrodzenia nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 4,4% r/r. Październikowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, w połączeniu z danymi o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych potwierdzają, że poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy wyraźnie wyhamowała, a on sam znajduje się nadal daleko od poziomu równowagi. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 57,5 pkt. wobec 59,3 pkt. w październiku, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (57,9 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Warto jednak zwrócić uwagę, że wyższy wkład składowej dla czasu dostaw nie świadczy o poprawie koniunktury, lecz zgodnie z komunikatem jest efektem zakłóceń w łańcuchach dostaw.

W znacznym stopniu wynikają one z przebywania pracowników na kwarantannie, co obniża moce wytwórcze zakładów produkcyjnych. Spadek odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który zmniejszył się w listopadzie do 55,9 pkt. wobec 56,6 pkt., kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (56,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 2 z 4 jego składowych (dla bieżącej aktywności i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. Podobnie jak w przypadku indeksu ISM dla przetwórstwa, wyższy wkład składowej dla czasu dostaw nie świadczy o poprawie koniunktury, lecz wynika z zakłóceń w łańcuchach dostaw. Jest to związane z tym, że niektóre usługi zamawiane przez firmy nie mogły być świadczone w warunkach ponownego wzrostu liczby zakażeń. Ze względu na słabszy od naszych oczekiwań wpływ drugiej fali pandemii na amerykańską gospodarkę dostrzegamy ryzyko w górę naszego scenariusza, zgodnie z którym PKB w USA zmniejszy się w 2020 r. o 4,5% wobec wzrostu o 2,3% w 2019 r. Głównymi czynnikami ryzyka dla trwałości ożywienia wzrostu gospodarczego w USA jest dalszy przebieg pandemii COVID-19 w USA, a także skala i profil czasowy nowego pakietu stymulacyjnego.

Prognozy na lata 2020-2022

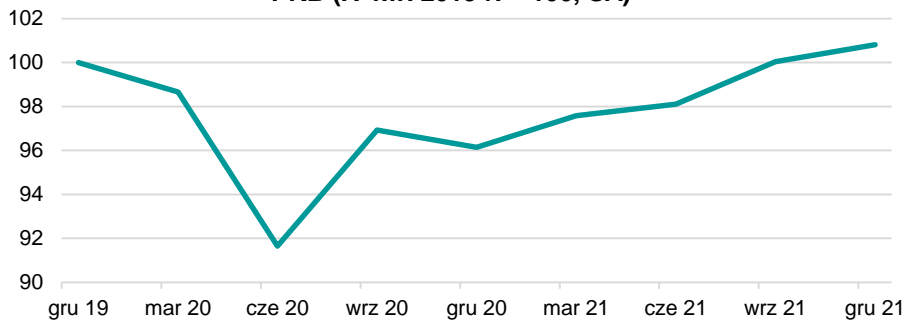


Poniżej przedstawiamy nasze prognozy makroekonomiczne uwzględniające napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury oraz informacje dotyczące przebiegu pandemii COVID-19 (por. tabela na str. 9). Nasze prognozy dynamiki PKB na 2020 r. (-3,1% r/r) i 2021 r.

(+3,6%) nie uległy zmianom. Niższy od oczekiwań PKB w III kw. br. zostanie skompensowany przez wyższą od naszych wcześniejszych prognoz dynamikę w IV kw. (-4,2% r/r). Będzie to przede wszystkim efekt rewizji w górę prognozy inwestycji (głównie przedsiębiorstw) w IV kw., uwzględniającej wyniki badań koniunktury GUS i lepszą realizację w III kw.

Nasze oczekiwania dotyczące przebiegu epidemii COVID-19 w Polsce nie uległy znaczącym zmianom (por. MAKROMapa z 26.10.2020). Pełzający *lockdown*, z uwagi na sezonowość zachorowań, potrwa naszym zdaniem do końca I kw. Uważamy, że proces szczepienia społeczeństwa, który rozpocznie się na początku przyszłego roku nie zmienia znacząco perspektyw makroekonomicznych. Zgodnie z sondażem CBOS opublikowanym w ubiegłym tygodniu tylko 36% Polaków zaszczepiłoby się na COVID-19. Biorąc pod uwagę niechęć Polaków do szczepienia i fakt, że będą one realizowane w okresie spadku liczby zachorowań na COVID-19, zakładamy, że niewielka część populacji zdecyduje się na takie szczepienie. Niemniej jednak, można zakładać, że w połowie 2021 r. osiągniemy tzw. odporność stadną na COVID-19 z uwagi na dużo większą skalę rzeczywistych zachorowań niż wynosi liczba stwierdzonych przypadków (por. MAKROMapa z 30.11.2020).

PKB (IV kw. 2019 r. = 100, SA)

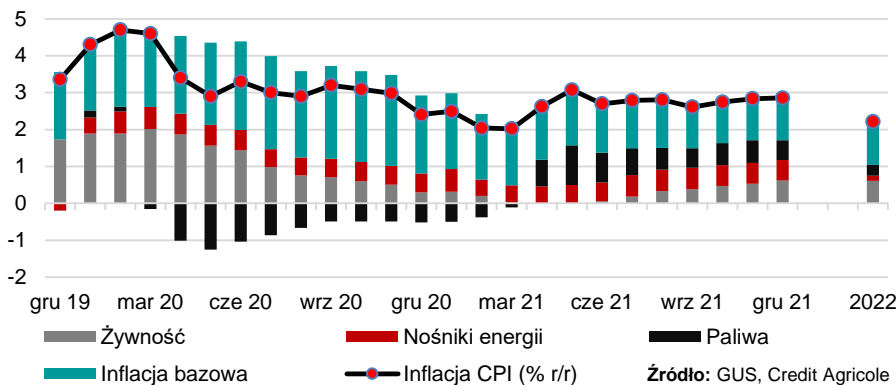


Źródło: GUS, Credit Agricole

2020 r. i w kolejnych kwartałach będzie się stopniowo zwiększał. Oczekujemy, że polski PKB osiągnie swoją wartość sprzed wybuchu pandemii w II poł. 2021 r.

Oczekujemy znaczącego wzrostu dynamiki inwestycji firm w II poł. 2021 r. ze względu na konieczność odnowienia przez nie majątku oraz efekty niskiej bazy. W II poł. 2021 r. i 2022 r. ważnym czynnikiem wsparcia dla wzrostu PKB będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy (por. MAKROmapa z 19.10.2020). Uważamy, że potencjał do wzrostu publicznych nakładów brutto na środki trwałe w ujęciu rok do roku jest ograniczony w 2021 r. z uwagi na efekt oszczędności w jednostkach samorządu terytorialnego w warunkach trudnej sytuacji finansowej spowodowanej epidemią COVID-19. Wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach będzie również wspierany przez eksport w warunkach oczekiwanego przez nas ożywienia w handlu światowym. Podjęte przez rząd działania przyczyniły się do zahibernowania zatrudnienia. W rezultacie obniżyliśmy naszą średnioterminową prognozę stopy bezrobocia i podnieśliśmy ścieżkę dynamiki zatrudnienia. Są to czynniki pozytywnie wpływające na konsumpcję w latach 2021-2022. Biorąc pod uwagę szeroki zakres ożywienia gospodarczego prognozujemy, że dynamika PKB wyniesie 4,9% r/r w 2022 r.

Nadal uważamy, że dynamika PKB będzie kształtowała się poniżej zera do I kw. 2021 r. włącznie. Następnie z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy i wygasającą pandemię COVID-19 tempo wzrostu gospodarczego będzie wyraźnie dodatnie. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym PKB w I kw. 2021 r. będzie o 1,5% wyższy niż w IV kw.



Źródło: GUS, Credit Agricole

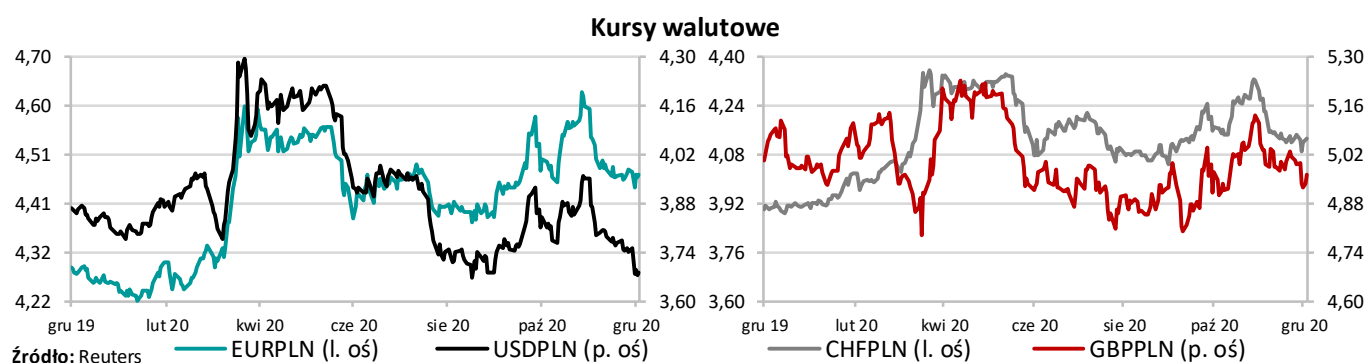
Zrewidowaliśmy nieznacznie nasz scenariusz inflacyjny, aby uwzględnić oczekiwaną z początkiem 2021 r. znaczącą podwyżkę cen prądu. Z uwagi na efekty wysokiej bazy inflacja bazowa obniży się wyraźnie na przełomie lat 2020 i 2021 i pozostanie niska w horyzoncie kilku kwartałów, czemu sprzyjać będzie niska presja płacowa i niska inflacja

w strefie euro. Prognozujemy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych obniży się w 2021 r. do 1,0% r/r wobec 4,8% w 2020 r. W najbliższych kwartałach spadek dynamiki cen żywności będzie miał szeroki zakres produktowy i zostanie odnotowany m.in. w przypadku cen mięsa, owoców, pieczywa i produktów zbożowych oraz nabiału. Przeciwny wpływ będzie miał wzrost dynamiki cen w kategorii napoje bezalkoholowe będący skutkiem wejścia w życie od początku 2021 r. tzw. podatku cukrowego. W II poł. 2021 r. oczekujemy stopniowego wzrostu dynamiki cen żywności, co związane będzie z wygasaniem efektów wysokiej bazy sprzed roku, a także wyższym popytem na żywność, w szczególności w kanale HoReCa (hotele, restauracja, kawiarnie) wraz zakładanym przez nas wygasaniem pandemii. W niektórych branżach, w szczególności w branży mięsnej, wyższy popyt najprawdopodobniej zbiegnie się w czasie w niższą podażą, ograniczoną ze względu na niską opłacalność produkcji w poprzednich kwartałach, co będzie dodatkowo podbijać ceny. Prognozujemy, że w 2022 r. dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych zwiększy się do 2,4% r/r. Podsumowując, oczekujemy, że inflacja ogółem wyniesie 3,4% w 2020 r. i 2,6% w 2021 r., a w 2022 r. zmniejszy się do 2,2%. Nasza prognoza inflacji jest obarczona

niepewnością w związku z oczekiwanymi dużymi zmianami w systemie wag używanych przez GUS z początkiem 2021 r., które będą odzwierciedlały zaburzenia w koszyku inflacyjnym gospodarstw domowych wywołane pandemią COVID-19.

Uważamy, że w warunkach braku „twardego lockdownu”, który wpłynąłby negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego, RPP nie zdecyduje się na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Wciąż dostrzegamy niewielkie ryzyko materializacji scenariusza, w którym RPP skorzysta z niekonwencjonalnych narzędzi ukierunkowanych na wsparcie aktywności inwestycyjnej firm. Wyraźnie lepsze od oczekiwań dane o inwestycjach w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 50 osób (por. MAKROmapa z 30.11.2020) i nakładach brutto na środki trwałe w całej gospodarce za III kw. br. (por. MAKROpuls z 30.11.2020) ograniczają jednak prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza. Jednocześnie podtrzymujemy prognozę pierwszej podwyżki stopy referencyjnej NBP (z 0,10% do 0,25%) w listopadzie 2022 r. Wsparciem dla tego scenariusza jest oczekiwana w listopadowej projekcji NBP bardzo wysoka dynamika PKB w 2022 r. (por. MAKROpuls z 06.11.2020). Podtrzymujemy nasze prognozy walutowe. Uważamy, że EURPLN obniży się do 4,43 na koniec br. Głównym czynnikiem ryzyka w górę dla tej prognozy jest ewentualne zawetowanie przez polski rząd wieloletniego budżetu i funduszu odbudowy UE na grudniowym szczycie Unii Europejskiej. Prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w Polsce i na świecie, jak również oczekiwane zaostrenie polityki pieniężnej przez RPP będą stanowić wsparcie dla kursu złotego. Oczekujemy dalszego spadku kursu EURPLN do 4,35 na koniec 2021 r. i 4,27 na koniec 2022 r.

Ustalenia szczytu UE kluczowe dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4699 (osłabienie złotego o 0,2%). W poniedziałek kurs EURPLN był stabilny. We wtorek doszło do umocnienia złotego. Było ono jednak przejściowe, gdyż kurs polskiej waluty pozostaje pod negatywnym wpływem rosnącego ryzyka politycznego związanego z zapowiedzianym przez Polskę i Węgry wetem unijnego budżetu. W drugiej części tygodnia kurs EURPLN był stabilny. Bogaty ubiegłotygodniowy kalendarz wydarzeń makroekonomicznych nie miał istotnego wpływu na zmienność kursu polskiej waluty.

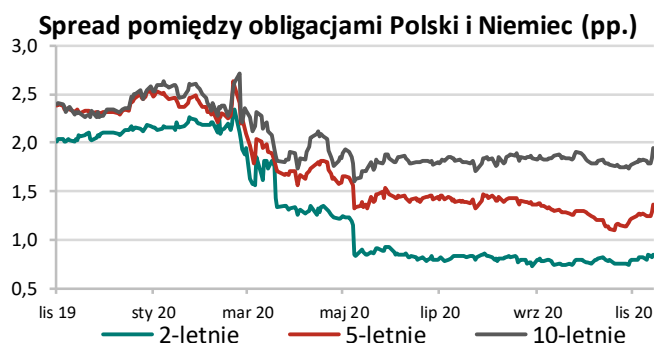
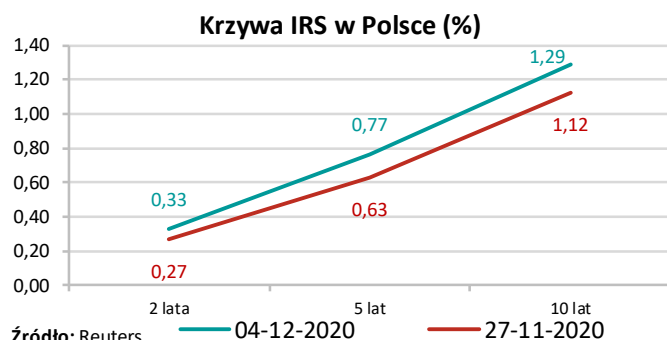
Kursu EURUSD przez cały ubiegły tydzień kształtował się w wyraźnym trendzie wzrostowym, co było kontynuacją tendencji obserwowanych w poprzednich tygodniach. Osłabieniu dolara sprzyja spadek globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX. W konsekwencji kurs EURUSD przekroczył w ubiegłym tygodniu poziom 1,21, co jest jego najwyższą wartością od kwietnia 2018 r. Informacje o coraz szybszym wzroście liczby przypadków koronawirusa w USA nie zdołały doprowadzić do trwałego umocnienia dolara względem euro. Ograniczony wpływ na kurs EURUSD miały również wyraźnie słabsze od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

Opublikowane dzisiaj rano dane o produkcji przemysłowej w Niemczech oraz bilansie handlowym w Chinach są neutralne dla rynku. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą ustalenia szczytu UE. Uważamy, że jeśli na szczycie nie zostanie osiągnięty kompromis pomiędzy Polską, Węgrami i pozostałymi

krajami członkowskimi, będziemy mieć do czynienia z osłabieniem kursu złotego i znaczącym czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy EURPLN na koniec br. (4,43).

W kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego może oddziaływać zaplanowane na ten tydzień posiedzenie EBC. Uważamy, że publikacje danych z USA (inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz indeks ZEW nie będą miały istotnego wpływu na rynek walutowy.

Wzrost stawek IRS ze względu na podwyższone ryzyko polityczne



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,33 (wzrost o 6pb), 5-letnie do 0,77 (wzrost o 14pb), a 10-letnie do 1,12 (wzrost o 17pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej. Wynikał on w znacznym stopniu z rosnącego ryzyka politycznego związanego z zapowiedzianym przez Polskę i Węgry wetem unijnego budżetu.

Opublikowane dzisiaj rano dane o niemieckiej produkcji przemysłowej są neutralne dla rynku. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą ustalenia szczytu UE. Jeśli na szczycie UE nie zostanie osiągnięty kompromis pomiędzy Polską, Węgrami i pozostałymi krajami członkowskimi, może dojść do wzrostu stawek IRS. Podwyższonej zmienności stawek IRS może sprzyjać zaplanowane na ten tydzień posiedzenie EBC. Uważamy, że publikacje danych z USA (inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz indeks ZEW będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,43
Kurs USDPLN*	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,72
Kurs CHFPLN*	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,06
Inflacja CPI (r/r, %)	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	-0,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-9,3	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	
Saldo ROB (mln EUR)	1182	73	2756	1100	805	772	2028	3811	1012	1275	1072	930		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,5	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,3	-19,6	2,6	1,7	2,5	4,6	0,2		
Import (r/r, %, EUR)	-1,8	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,4	-28,2	-10,3	-4,4	-4,9	1,5	-4,3		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2020	2021	2022	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,9	-8,4	-1,5	-4,2	-1,0	6,9	4,0	4,4	-3,1	3,6	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-4,0	0,0	7,1	3,5	3,1	-3,2	3,3	4,1	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-10,7	-9,0	-10,5	-7,2	5,4	6,0	6,3	-8,3	3,6	8,2	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,0	-14,5	2,0	0,5	3,5	9,0	4,5	5,4	-2,5	5,5	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	0,4	-18,0	-1,0	2,0	3,0	9,1	3,8	3,4	-4,1	4,6	8,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spżycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,2	-2,0	0,0	3,9	2,1	1,6	-1,9	1,9	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,7	-0,9	0,9	1,0	1,5	-1,5	0,6	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	-0,7	0,5	0,7	0,6	1,2	0,7	0,8	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,0	2,3	3,1	2,9	2,4	2,2	2,5	2,7	2,9	2,7	2,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	6,1	6,1	6,7	6,7	5,6	5,1	5,6	6,7	5,6	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,7	-1,8	0,3	0,0	0,0	1,8	0,5	0,5	-0,2	0,7	0,4	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,7	3,8	4,8	4,0	2,8	3,3	3,0	3,1	5,1	3,1	5,8	
Inflacja CPI (%)*	4,5	3,2	3,0	2,8	2,2	2,8	2,7	2,8	3,4	2,6	2,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,26	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,45	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25	
EURPLN**	4,55	4,44	4,53	4,43	4,40	4,39	4,37	4,35	4,43	4,35	4,27	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,72	3,70	3,66	3,61	3,57	3,72	3,57	3,42	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.12.2020 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Listopad	58,4	56,0	53,5
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	1,6		1,5
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	-10,0		-13,0
Wtorek 08.12.2020 r.						
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	III kw.	-4,4	-4,4	-4,4
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	III kw.	12,6	12,6	12,6
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	-2,0		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	39,0	50,0	44,0
Środa 09.12.2020 r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-2,1	-1,2	-1,8
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	0,5	-0,1	0,0
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	17,8		17,8
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	0,9		0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	0,1		
Czwartek 10.12.2020 r.						
15:02	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Listopad	0,00	0,00	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	712		723
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,0	0,1	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,0	0,1	0,1
Piątek 11.12.2020 r.						
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	76,9	77,0	76,0

* 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 Reuters