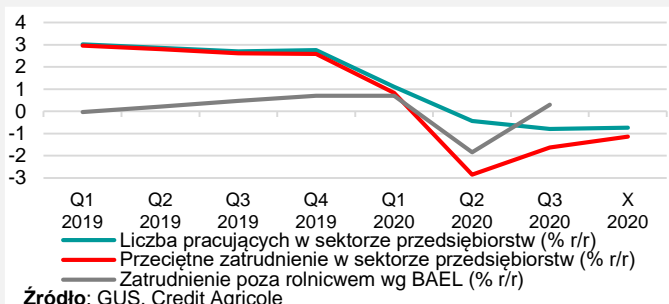


## W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych grudniowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się do 46,2 pkt. w grudniu wobec 45,3 pkt. w listopadzie, przy poprawie koniunktury we Francji i pogorszeniu nastrojów w Niemczech. W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszy się do 90,5 pkt. w grudniu z 90,7 pkt. w listopadzie. Oczekujemy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro nie spotka się ze znaczącą reakcją rynkową. W tym tygodniu w Niemczech zostanie wprowadzony twardy *lockdown*, który potrwa co najmniej do 10 stycznia. Przewiduje on m.in. zamknięcie sklepów (poza tymi niezbędnymi do codziennego życia), barów i restauracji, salonów urody i zakładów fryzjerskich oraz restrykcje dotyczące kontaktów społecznych. Pogorszenie koniunktury związane z *lockdownem* znajdzie odzwierciedlenie dopiero w finalnych grudniowych lub styczniowych indeksach.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%]. Konferencja najprawdopodobniej będzie poświęcona dyskusji nt. przyszłości programu luzowania ilościowego, w tym sposobu komunikowania planowanych zmian dotyczących jego funkcjonowania (tzw. *forward guidance*). Zgodnie z treścią *Minutes* z ostatniego posiedzenia, członkowie FOMC rozważają modyfikację programu luzowania ilościowego poprzez zwiększenie skali programu lub zwiększenie udziału papierów o dłuższych terminach zapadalności w strukturze skupowanych aktywów przy zachowaniu niezmięionej skali programu. Uważamy, że decyzje w tym zakresie nie zostaną jednak podjęte na posiedzeniu w tym tygodniu z uwagi na szereg czynników ryzyka, takich jak skala i termin uruchomienia pakietu fiskalnego oraz wpływ pandemii COVID-19 na warunki makroekonomiczne. FED opublikuje również wyniki najnowszych prognoz sporządzonych przez członków FOMC. Oczekujemy, że grudniowe prognozy stopy funduszy federalnych nie zmienią się w porównaniu z prognozami opublikowanymi we wrześniu br., sygnalizując oczekiwaną przez członków FOMC stabilizację stóp procentowych w horyzoncie co najmniej 3 lat. Podczas konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursów EURUSD, złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w listopadzie o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,3% w październiku. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w listopadzie o 0,1% m/m wobec wzrostu o 1,1% w październiku. W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 780 tys. wobec 853 tys. tydzień temu. Zgodnie z konsensusem, dane dotyczące liczby rozpoczętych budów (1545 tys. w październiku wobec 1530 tys. we wrześniu) oraz nowych pozwoleń na budowę (1555 tys. wobec 1544 tys.) wskażą na lekki wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że dane z USA pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i będą neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- We wtorek poznamy ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że listopadowe dane potwierdzą ożywienie aktywności gospodarczej w Chinach wspierane przez stymulację fiskalną i monetarną, a także wzrost popytu zagranicznego sygnalizowany przez dane o eksporcie (por. MAKROmapa z 7.12.2020). Prognozujemy, że produkcja przemysłowa w listopadzie zwiększyła się o 7,1% r/r wobec 6,9% w październiku, sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 5,2% r/r wobec 4,3%, a inwestycje w aglomeracjach miejskich wzrosły o 2,5% r/r wobec 1,8% w październiku. Naszym zdaniem sumaryczny wpływ tych publikacji będzie neutralny dla globalnych nastrojów i kursu złotego.

- ✔ **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do 930 mln EUR wobec 1072 mln EUR we wrześniu, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 4,6% r/r we wrześniu do 0,2% w październiku, a dynamika importu spadła z 1,5% r/r do -4,3%. W kierunku zmniejszenia dynamik importu i eksportu oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **We wtorek opublikowane zostaną finalne dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy niewielkie ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane nieznacznie w górę względem wstępnego szacunku (3,0% r/r) i wyniesie 3,1% r/r (bez zmian w stosunku do października). Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- ✔ **W czwartek poznamy listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się w listopadzie do -1,7% r/r wobec -1,0% w październiku. Spadek przeciętnego zatrudnienia w ujęciu m/m będzie w głównej mierze efektem korzystania z zasiłków opiekuńczych i zmniejszania wymiaru pracy podczas drugiej fali pandemii. Oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się do 4,9% r/r w listopadzie wobec 4,7% w październiku. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że jej dynamika zmniejszyła się do -0,5% r/r w listopadzie wobec 1,0% w październiku. Na spadek dynamiki złożyły się niesprzyjający przebieg drugiej fali pandemii COVID-19, w tym obostrzenia wprowadzone przez rząd oraz korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje poniżej konsensusu rynkowego (+3,3%), a tym samym jej materializacja będzie negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



## W zeszłym tygodniu

- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 853 tys. wobec 716 tys. dwa tygodnie temu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (725 tys.). Na uwagę zasługuje również zwiększenie liczby kontynuowanych wniosków z 5,5 mln do 5,8 mln, co jest ich pierwszym wzrostem od września. Może to sugerować kolejną falę zwolnień ze względu na zamrożenie działalności przez część firm w warunkach odnotowanego w ostatnim czasie silnego wzrostu liczby nowych zakażeń koronawirusem w USA. Dane potwierdzają tym samym, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy pozostaje trudna, a on sam nadal znajduje się daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o inflacji CPI, która nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 1,2% r/r, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (1,1%). Na stabilizację inflacji złożyły się niższa dynamika cen nośników energii i żywności oraz wyższa inflacja bazowa, która zwiększyła się w listopadzie do 1,7% r/r wobec 1,6% w październiku. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w grudniu do 81,4 pkt. wobec 76,9 pkt., kształtując się powyżej oczekiwań rynku (76,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych składowych indeksu zarówno dla oceny

bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Zgodnie z komunikatem lepszym nastrojom amerykańskich konsumentów sprzyjały ich rosnące oczekiwania na poprawę perspektyw amerykańskiej gospodarki. Prognozujemy, że amerykański PKB zmniejszy się w 2020 r. o 3,6% wobec wzrostu o 2,3% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 2,9%.

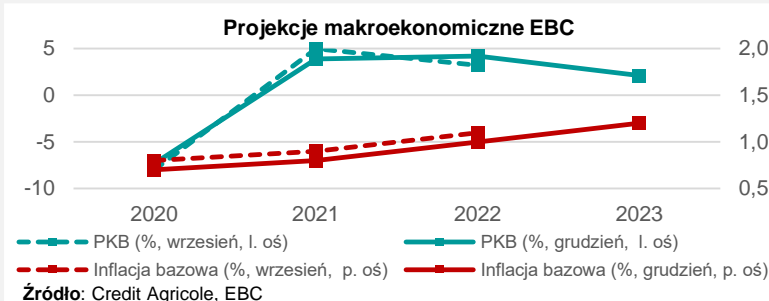
**W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,5%). Zrealizował się także nasz scenariusz i EBC zwiększył skalę realizowanego skupu aktywów PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), którego celem jest przeciwdziałanie negatywnemu wpływowi epidemii COVID-19 na gospodarkę strefy euro, o 500 mld EUR. Jednocześnie EBC poinformował o wydłużeniu programu do marca 2022 r. (oczekiwaliśmy, że program zostanie wydłużony do czerwca 2022 r.). EBC ogłosił ponadto, że zapadające papiery wartościowe skupione w ramach programu będą reinwestowane przynajmniej do końca 2023 r. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC, Ch. Lagarde podkreśliła również, że parametry programu mogą zostać w przyszłości odpowiednio skalibrowane, jeśli zajdzie taka potrzeba. EBC wydłużył o 12 miesięcy (do czerwca 2022 r.) program TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) oraz nieznacznie zwiększył skalę możliwego finansowania, o które mogą ubiegać przez banki w ramach tego programu. W konsekwencji EBC zapowiedział uruchomienie 3 dodatkowych transz TLTRO w 2021 r. Jednocześnie EBC ogłosił uruchomienie 4 dodatkowych transz programu PLTRO (pandemic emergency longer-term refinancing operations). W ubiegłym tygodniu zaprezentowane zostały również grudniowe projekcje ekonomiczne EBC. Zgodnie z grudniową projekcją dynamika PKB w strefie euro wyniesie -7,3% r/r w 2020 r. (-8,0% we wrześniowej projekcji), 3,9% w 2021 r. (5,0%), 4,2% w 2022 r. (3,2%) oraz 2,1% w 2023 r. Z kolei inflacja HICP ukształtuje się na poziomie 0,2% r/r w 2020 r. (0,3%), 1,0% w 2021 r. (1,0%), 1,1% w 2022 r. (1,3%) oraz 1,4% w 2023 r., przy czym inflacja bazowa wyniesie 0,7% r/r w 2020 r. (0,8%), 0,8% w 2021 r. (0,9%), 1,0% w 2022 r. (1,1%) oraz 1,2% w 2023 r.

Uwzględniając szereg narzędzi uruchomionych przez EBC na ubiegłotygodniowym posiedzeniu oczekujemy, że w 2021 r. EBC utrzyma status quo w swojej polityce pieniężnej. Ewentualna

kalibracja polityki pieniężnej polegająca na zwiększeniu skali i wydłużeniu programu PEPP oraz uruchomieniu nowego programu TLTRO nastąpi nie wcześniej niż w grudniu 2021 r.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z Niemiec.** Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w grudniu do 55,0 wobec 39,0 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (45,5 pkt.). Zgodnie z komunikatem silny wzrost indeksu wynikał z poprawy nastrojów respondentów w reakcji na informacje o mającej się wkrótce zakończyć procedurze akceptacji szczepionek na COVID-19 będącej warunkiem rozpoczęcia programu masowych szczepień. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. niemieckiego handlu zagranicznego, którego nadwyżka zwiększyła się w październiku do 18,2 mld EUR wobec 17,6 mld EUR we wrześniu. Dynamika eksportu obniżyła się w październiku do 0,8% m/m wobec 2,3% we wrześniu, podczas gdy dynamika importu nieznacznie wzrosła do 0,3% wobec 0,2%. Prognozujemy, że PKB w Niemczech zmniejszy się w 2020 r. o 5,6% wobec wzrostu o 0,6% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 2,9%.

**Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w III kw. do 12,5% wobec -11,8% w II kw. (-4,3% r/r w III kw. wobec -14,8% w II kw.).** Zwiększenie kwartalnej dynamiki PKB w strefie euro wynikało z wyższych wkładów konsumpcji prywatnej



(7,3 pp. w III kw. wobec -6,6 pp. w II kw.), inwestycji (2,8 pp. wobec 3,6 pp.), eksportu netto (2,4 pp. wobec -0,9 pp.) oraz wydatków rządowych (1,1 pp. wobec -0,5 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie wkładu zapasów (-1,2 pp. wobec -0,2 pp.). Tym samym głównym źródłem ożywienia wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty była konsumpcja prywatna. Prognozujemy, że w 2020 r. PKB w strefie euro obniży się o 7,5% wobec wzrostu o 1,3% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 3,9%.

## Jak silne będzie postpandemiczne ożywienie w krajach CE-3?

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Czechy	-6,5	3,6	4,5	3,2	2,3	2,0
Węgry	-5,7	4,1	4,6	3,4	3,3	3,0
Rumunia	-5,3	4,2	4,5	2,6	2,7	2,5

Źródło: Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2020-2022 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).

Średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach EŚW-3 kształtują się podobnie jak w Polsce (por. MAKROmapa z 7.12.2020). Z uwagi na drugą falę pandemii COVID-19 i obostrzenia wprowadzone przez rządy tych krajów w IV kw. br. zaobserwujemy spadek aktywności gospodarczej w porównaniu do III kw. W rezultacie prognozujemy, że w średniorocznie dynamika PKB wyniesie w 2020 r.: -6,5% w Czechach, -5,3% w Rumunii i -5,7% na Węgrzech.

Uważamy, że podobnie jak w Polsce, druga fala pandemii w intensywnej postaci potrwa w gospodarkach EŚW-3 do przełomu I i II kw. 2021. Następnie z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy tempo wzrostu gospodarczego będzie wyraźnie dodatnie. Oczekujemy znaczącego wzrostu dynamiki inwestycji firm w II poł. 2021 r. ze względu na konieczność odnowienia przez nie majątku oraz efekty niskiej bazy. W przyszłym roku konsumpcja również przyspieszy finansowana przez „wymuszone” oszczędności w br., związane z brakiem dostępności niektórych usług i mniejszą aktywnością zakupową w warunkach pandemii. Wzrost gospodarczy będzie również wspierany przez eksport w warunkach oczekiwanego przez nas ożywienia w handlu światowym. Począwszy od II poł. 2021 r. ważnym czynnikiem wsparcia dla wzrostu PKB będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy (por. MAKROmapa z 19.10.2020). Rozpoczęcie kolejnej wieloletniej perspektywy unijnej 2021-2027 również będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższego wzrostu PKB. Prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego w 2021 r. wyniesie 3,6% r/r w Czechach, 4,2% w Rumunii i 4,1% na Węgrzech. Ożywienie gospodarcze będzie również kontynuowane w kolejnym roku, co przyczyni się osiągnięcia tempa wzrostu PKB na poziomie ok. 4,5% r/r w we wszystkich krajach EŚW-3 (por. tabela powyżej). Oczekujemy, że zacieśnienie fiskalne realizowane w tych krajach, związane m.in. z wygasaniem pakietów pomocowych, będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w latach 2021-2022.

W ostatnich miesiącach inflacja w krajach EŚW-3 stopniowo obniżała się z uwagi na wygasanie szoków cenowych związanych z pandemią. Uważamy, że w horyzoncie kilku kwartałów inflacja w regionie będzie kształtowała się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych (por. tabela). Potencjał do wzrostu inflacji będzie ograniczany przez efekty wysokiej bazy, niską presję płacową oraz niską inflację w strefie euro.

W przypadku polityki pieniężnej nie zmaterializował się nasz scenariusz, w którym Narodowy Bank Czech (CNB) i Narodowy Bank Rumunii (NBR) złagodzą politykę pieniężną w IV kw. w odpowiedzi na drugą falę pandemii COVID-19. Wspomniane banki centralne wstrzymały się przed dalszymi obniżkami stóp



procentowych i zasygnalizowały, że odpowiedzią na bieżący kryzys będzie utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie przed dłuższy czas. Obecnie banki centralne wszystkich krajów ESW-3 prowadzą politykę *wait-and-see*, monitorując wpływ pandemii COVID-19 na warunki makroekonomiczne. Uważamy, że w warunkach stopniowo wygasającej liczby nowych zachorowań banki centralne utrzymają niezmienny poziom stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Oczekujemy, że w odpowiedzi na wyraźne ożywienie wzrostu gospodarczego cykl zacieśnienia polityki pieniężnej rozpocznie się we wszystkich krajach regionu w 2022 r. (por. tabela).

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22
Czechy	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75
Węgry	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,75
Rumunia	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75

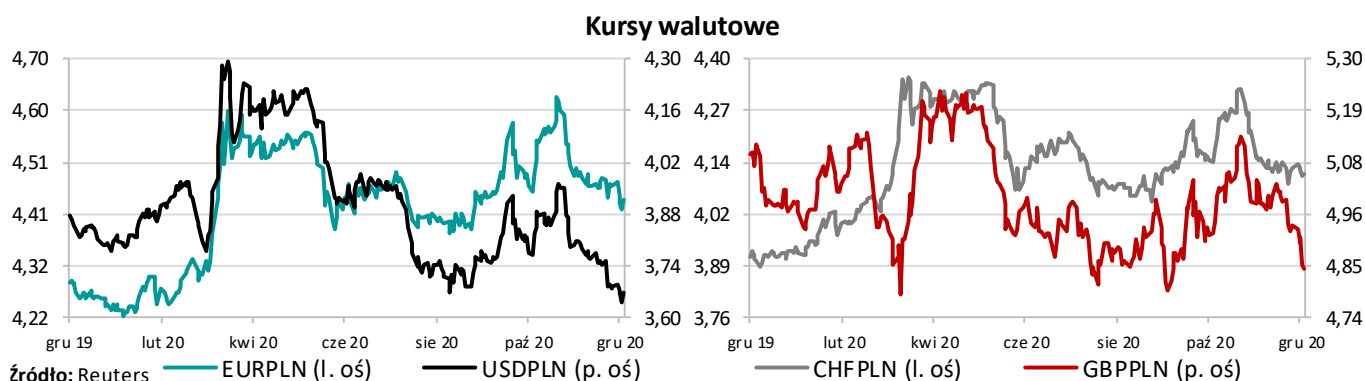
  

	Kursy walutowe							
	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22
EURCZK	26,4	26,2	26,1	26,0	25,8	25,7	25,6	25,5
EURHUF	354	351	348	345	340	335	330	325
EURRON	4,87	4,85	4,85	4,84	4,80	4,77	4,75	4,72

Źródło: Credit Agricole

Uważamy, że w najbliższych miesiącach wsparciem dla walut regionu ESW-3 będzie uruchomienie pakietu fiskalnego w USA, luzowanie polityki pieniężnej przez EBC oraz wyceniane w większym stopniu przez rynki ożywienie wzrostu gospodarczego. W kolejnych kwartałach prognozowane przez nas postępujące ożywienie gospodarcze w regionie i na świecie, jak również oczekiwane zaostrzenie polityki pieniężnej przez krajowe banki centralne będą oddziaływać w kierunku umocnienia korony czeskiej, leja rumuńskiego i forinta węgierskiego (por. tabela).

## Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego



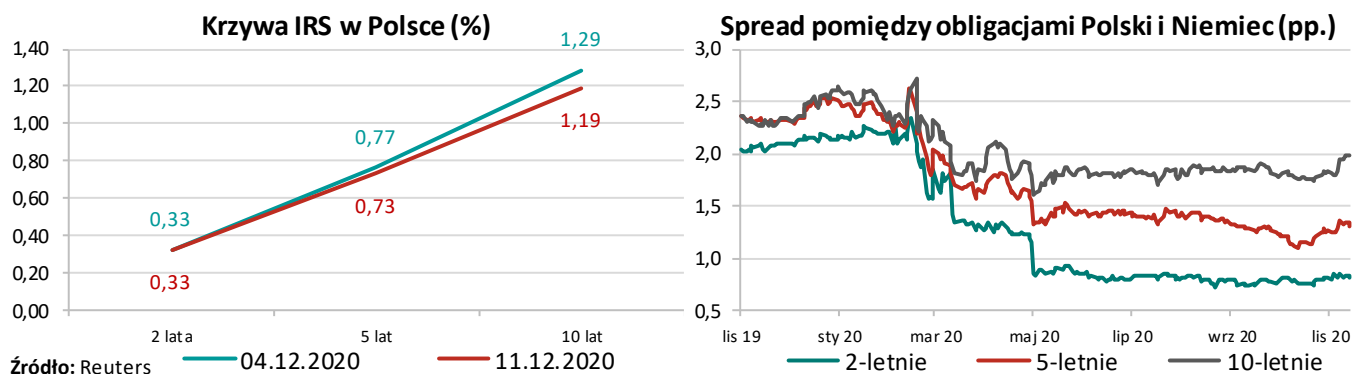
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4392 (umocnienie złotego o 0,5%).** W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego umocnienia złotego względem euro, co było efektem spadku ryzyka politycznego ze względu na zgodne z naszymi oczekiwaniami osiągnięcie porozumienia pomiędzy Polską i Węgrami oraz pozostałymi krajami UE w sprawie unijnego budżetu. Pozostałe wydarzenia makroekonomiczne nie miały wpływu na kurs polskiej waluty

Na szczególną uwagę zasługuje ubiegłotygodniowe osłabienie funta brytyjskiego względem euro, co wynikało z wypowiedzi kluczowych unijnych i brytyjskich polityków wskazujących, że obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest wyjście Wielkiej Brytanii z UE bez umowy. Mimo to, kurs euro w

ubiegłym tygodniu pozostawał stabilny względem dolara, a spadek kursu EURUSD w reakcji na posiedzenie EBC był przejściowy.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności na rynku. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień liczne publikacje danych z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę) pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku. Neutralne dla złotego będą najprawdopodobniej także wyniki badań koniunktury w strefie euro (wstępne indeksy PMI, indeks Ifo dla Niemiec), a także dane z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich). Do osłabienia złotego mogą przyczynić się natomiast krajowe dane o produkcji przemysłowej, które w naszej ocenie okażą się niższe od oczekiwań rynku. Pozostałe dane z Polski (bilans płatniczy, finalna inflacja, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

## Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS wyniosły 0,33 (brak zmian), 5-letnie zmniejszyły się do 0,73 (spadek o 4pb), a 10-letnie do 1,19 (spadek o 10pb).** W ubiegłym tygodniu stawki IRS obniżyły się na długim końcu krzywej. Było to efektem osiągniętego porozumienia pomiędzy Polską i Węgrami oraz pozostałymi krajami UE w sprawie unijnego budżetu. Niewielka skala spadku stawek IRS, przy utrzymującym się wysokim na tle ostatnich tygodni spreadzie pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami sugeruje, że efekt szczytu UE jeszcze się w pełni nie zmaterializował. Nie można jednak wykluczyć, że przyjęcie Funduszu Odbudowy dodatkowo wzmocniło oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce w dłuższej perspektywie.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie FOMC, które w naszej ocenie może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień liczne publikacje danych z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę) pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i sumarycznie będą neutralne dla krzywej. Bez istotnego wpływu na stawki IRS będą najprawdopodobniej także wyniki badań koniunktury w strefie euro (wstępne indeksy PMI, indeks Ifo dla Niemiec). Uważamy, że dane o produkcji przemysłowej w Polsce, które w naszej ocenie okażą się niższe od oczekiwań rynku mogą przyczynić się do spadku stawek IRS. Pozostałe krajowe (bilans płatniczy, finalna inflacja, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) będą naszym zdaniem 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**	CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 14.12.2020 r.</b>							
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Październik</b>	<b>1072</b>	<b>930</b>	<b>1185</b>	
<b>Wtorek 15.12.2020 r.</b>							
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	3,3	5,2	5,3	
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	6,9	7,1	7,0	
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	1,8	2,5	2,6	
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	6,3		6,0	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	1,1	0,1	0,3	
<b>Środa 16.12.2020 r.</b>							
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	57,8		56,5	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	41,7		40,9	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	53,8		53,0	
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	45,3		46,2	
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,3	-0,2	-0,4	
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	0,25	0,25	0,25	
<b>Czwartek 17.12.2020 r.</b>							
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	-0,75		-0,75	
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	0,10	0,10	0,10	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	853		780	
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1530	1545	1518	
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1544	1555	1550	
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	26,3		20,0	
<b>Piątek 18.12.2020 r.</b>							
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,3</b>	
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	90,7		90,5	

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

\*\* Konsensus Reuters



**Jakub BOROWSKI**  
 Główny Ekonomista  
 tel.: 22 573 18 40

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](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**  
 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.