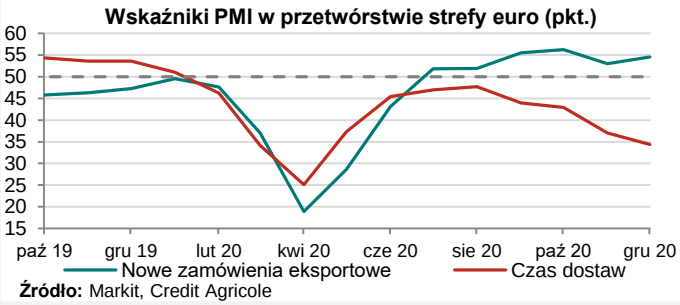
W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych styczniowych wyników badań koniunktury w największych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się do 47,6 pkt. w styczniu wobec 49,1 pkt. w grudniu, przy poprawie koniunktury we Francji i pogorszeniu nastrojów w Niemczech. Czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia koniunktury jest przedłużający się *lockdown* w niektórych krajach strefy euro. Oczekujemy, że wskaźnik PMI w przetwórstwie w strefie euro utrzyma się w styczniu na poziomie zbliżonym do odnotowanego w grudniu. Najprawdopodobniej będziemy obserwowali dalsze – oddziałujące w kierunku wzrostu indeksu – wydłużenie czasu dostaw, które będzie wynikało po części ze wzrostu popytu związanego z ożywieniem w światowym handlu, a po części z zakłóceń w transporcie w związku z pandemią koronawirusa. Taką ocenę wspierają grudniowe dane wskazujące na wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle USA i krajów azjatyckich. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa i usług. Prognozujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 50,0 pkt. w styczniu z 55,0 pkt. w grudniu. Oczekujemy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro nie spotka się ze znaczącą reakcją rynkową.



Źródło: Markit, Credit Agricole

- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie czwatkowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Oczekujemy, że po znaczącym złagodzeniu polityki pieniężnej w grudniu (por. MAKROmapa z 14.12.2020) w tym tygodniu EBC utrzyma status quo. Uważamy, że w trakcie konferencji poruszona zostanie kwestia wpływu przedłużających się obostrzeń w strefie euro na aktywność gospodarczą i perspektywy polityki pieniężnej. Oczekujemy jednak, że w tym zakresie nie zostaną podane żadne nowe informacje zmieniające nasz scenariusz zakładający brak zmian w polityce pieniężnej EBC w 2021 r. Naszym zdaniem konferencja po posiedzeniu EBC będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **Dzisiaj opublikowane zostały istotne dane z Chin.** PKB zwiększył się w IV kw. o 6,5% r/r wobec wzrostu o 4,9% w III kw. (2,6% kw/kw w IV kw. wobec 2,7% w III kw.), kształtując się odpowiednio powyżej i poniżej oczekiwań rynku (6,1% r/r i 3,1% kw/kw). Tym samym w całym 2020 r. PKB w Chinach zwiększył się o 2,3% wobec wzrostu o 6,0% w 2019 r. Głównym źródłem zwiększenia rocznej dynamiki wzrostu w IV kw. była wyższa aktywność w sektorze usług. Od strony popytowej na uwagę zasługuje pierwszy od 2019 r. wzrost konsumpcji prywatnej w ujęciu rocznym (1,5% r/r), co związane było z silnym wzrostem dochodów rozporządzalnych (5,1% r/r). Opublikowane zostały również dane o produkcji przemysłowej (7,3% r/r w grudniu wobec 7,0% w listopadzie), sprzedaży detalicznej (4,6% wobec 5,0%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (2,9% wobec 2,6%). Dane o produkcji przemysłowej ukształtowały się tym samym powyżej oczekiwań rynku (6,8%), podczas gdy dane o sprzedaży detalicznej i inwestycjach w aglomeracjach miejskich okazały się niższe od konsensusu rynkowego (odpowiednio 5,5% i 3,2%). Struktura danych z Chin wskazuje na utrzymujące się ożywienie gospodarcze w tym kraju, choć jego tempo lekko wyhamowuje. Dzisiejsze dane z Chin są w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 830 tys. wobec 965 tys. tydzień temu. Zgodnie z konsensusem, dane dotyczące liczby rozpoczętych budów (1570 tys. w grudniu wobec

1547 tys. w listopadzie), nowych pozwoleń na budowę (1602 tys. wobec 1632 tys.) i sprzedaż domów na rynku wtórnym (6,59 mln wobec 6,69 mln) wskażą na stabilizację aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że dane z USA będą neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.

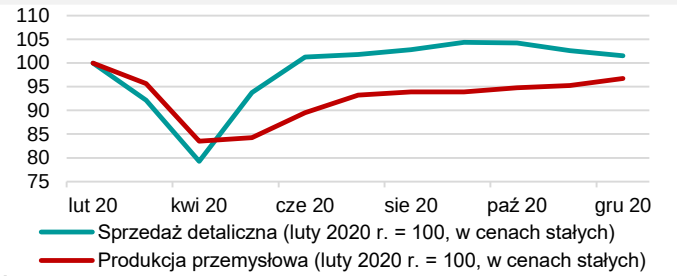
- **W czwartek poznamy listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła -1,2% r/r. Oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się do 4,5% r/r w grudniu wobec 4,9% w listopadzie. 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 krajowej sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się z -5,3% r/r w listopadzie do -0,6% w grudniu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowią poprawa nastrojów konsumenckich odnotowana w grudniu oraz otwarcie galerii handlowych pod koniec listopada. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się blisko konsensusu rynkowego (-0,7%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła na ubiegłotygodniowym posiedzeniu stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%).** Zgodnie z komunikatem, RPP oczekuje ożywienia aktywności gospodarczej w 2021 r., którego skala będzie zależała przede wszystkim od sytuacji epidemicznej i związanych z nią restrykcji. W styczniowym komunikacie nie pojawił się jednak zawarty grudniowym komunikacie fragment, zgodnie z którym Rada oczekiwała, że PKB w 2021 r. pozostanie niższy niż przed pandemią. Wskazuje to naszym zdaniem na nieznaczny wzrost optymizmu RPP odnośnie do krótkoterminowych perspektyw aktywności gospodarczej. Rada podtrzymała ocenę z grudnia, że podwyższona niepewność oraz słabsze niż przed pandemią nastroje podmiotów gospodarczych, wraz z brakiem wyraźnego i trwałego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP będą ograniczać tempo ożywienia gospodarczego. W styczniowym komunikacie wydźwięk tego fragmentu został jednak dodatkowo wzmocniony przez bezpośrednie odniesienie do prowadzonych przed NBP od grudnia ub. r. interwencji walutowych. Rada zaznaczyła, że w celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę NBP może stosować interwencje na rynku walutowym, a ich terminy oraz skala będą uzależnione od warunków rynkowych. W piątek odbyła się konferencja prezesa NBP. Wypowiedzi A. Glapińskiego wskazują na dużą determinację NBP jeśli chodzi o ograniczenie aprecjacji złotego – skala interwencji walutowej przeprowadzonej w grudniu była *„nieporównywalna z żadną poprzednią”,* a NBP jest gotowy do kolejnych interwencji. Prezes NBP dopuścił obniżkę stóp procentowych do ujemnego poziomu, jednak zaznaczył, że taka decyzja jest mocno uzależniona od sytuacji epidemicznej i jej wpływu na warunki gospodarcze. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP i wypowiedzi prezesa NBP stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w najbliższych tygodniach kurs EURPLN będzie utrzymywał się powyżej 4,50, a jego trwały i stopniowy spadek poniżej tego poziomu rozpocznie się w II kw. br. Podtrzymujemy również naszą prognozę, zgodnie z którą RPP obniży stopę referencyjną NBP z 0,10% do 0,00% w I kw. br. (najprawdopodobniej w marcu). Scenariusz ten jest spójny z oczekiwanym przez nas w I kw. wysokim poziomem obostrzeń, których celem będzie ograniczenie ryzyka trzeciej fali pandemii COVID-19, a także kontynuacją interwencji walutowych w celu osłabienia kursu złotego. Wspomniany wyżej lekki wzrost optymizmu dotyczący tempa powrotu aktywności gospodarczej do poziomu sprzed pandemii oraz piątkowe

wypowiedzi prezesa NBP sygnalizują lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy stóp procentowych. Nadal oczekujemy, że cykl zaostrzenia polityki pieniężnej rozpocznie się w listopadzie 2022 r. (podwyżka stopy referencyjnej o 0,10 pkt. proc.).

- **W listopadzie nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się do 1725 mln EUR wobec 2356 mln EUR w październiku.** Obniżenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 380 mln EUR i 438 mln niższe niż w październiku), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe salda obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 1 mln EUR i 186 mln EUR wyższe niż w październiku). Wzrost, w porównaniu do października, odnotowały dynamiki polskiego eksportu (9,5% r/r w listopadzie wobec 3,8% w październiku) oraz importu (5,3% r/r wobec -3,5%), co w znacznym stopniu było związane z efektem statystycznym w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w IV kw. do 2,9% wobec 3,0% w III kw. Uważamy, że utrzymująca się znacząca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w Polsce będzie w najbliższych kwartałach czynnikiem zwiększającym presję na aprecjację złotego.
- **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce obniżyła się w grudniu do 2,4% r/r wobec 3,0% w listopadzie, kształtując się nieznacznie powyżej wstępnego szacunku GUS (2,3%).** Tym samym inflacja osiągnęła ona najniższy poziom od maja 2019 r. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w grudniu do 3,6% wobec 4,3% w listopadzie. Uważamy, że głównym źródłem spadku inflacji bazowej były efekty wysokiej bazy sprzed roku (por. MAKROpuls z 15.01.2021). Do wzrostu inflacji przyczyniła się również niższa dynamika cen żywności i nośników energii. Przeciwny wpływ miała natomiast wyższa dynamika cen paliw. W najbliższych miesiącach oczekujemy dalszego zmniejszenia inflacji, czemu sprzyjać będzie kontynuacja spadku dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz inflacji bazowej. Prognozujemy, że inflacja ogółem zmniejszy się w 2021 r. do 2,6% wobec 3,4% w 2020 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 965 tys. wobec 784 tys. dwa tygodnie temu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (780 tys.). Na uwagę zasługuje również zwiększenie liczby kontynuowanych wniosków z 5,1 mln do 5,3 mln. Wskazuje to na 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 zwiększyła się w grudniu do 1,4% r/r wobec 1,2% w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (1,3%). Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii oraz żywności, podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie inflacji bazowej (1,6% r/r w grudniu wobec 1,7% w listopadzie). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zwiększyła się w grudniu do 1,6% wobec 0,5% w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,4%). W kierunku jej zwiększenia oddziaływała przede wszystkim wyższa dynamika produkcji dostarczaniu mediów. Jednocześnie stopień wykorzystania mocy wytwórczych zwiększył się w grudniu do 74,5% wobec 73,4% w listopadzie. Mimo to pozostaje on nadal znacznie poniżej poziomów sprzed pandemii (ok. 77%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której



Źródło: Datastream, Credit Agricole

miesięczna dynamika zwiększyła się w grudniu do -0,7% wobec -1,4% w listopadzie. Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zmniejszyła się w grudniu do -1,4% wobec -1,3% w listopadzie, co było związane z przyspieszeniem wzrostu sprzedaży w większości jej kategorii. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w styczniu do 79,2 pkt. wobec 80,7 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (80,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się w I kw. do 1,2% wobec 3,0% w IV kw. Uważamy, że w I kw. aktywność w amerykańskiej gospodarce pozostawać będzie pod silnym negatywnym wpływem restrykcji administracyjnych związanych z drugą falą epidemii koronawirusa. Wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oczekujemy dopiero w II poł. br., czemu sprzyjać będzie uruchomienie nowego pakietu fiskalnego (patrz poniżej).

- **PKB w Niemczech obniżył się w 2020 r. o 5,0% wobec wzrostu o 0,6%, co było powyżej konsensusu rynkowego (-5,1%) oraz naszej prognozy (-5,7%).** Spadek odnotowały dynamiki konsumpcji prywatnej (-5,4% r/r w 2020 r. wobec 2,9% w 2019 r.), inwestycji (-2,0% r/r wobec 5,5%), eksportu (-10,3% wobec 1,7%) oraz importu (-10,9% wobec 2,4%), podczas gdy dynamika wydatków rządowych zwiększyła się (6,5% wobec 5,1%). Tym samym silne obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w Niemczech wynikało niższych wkładów konsumpcji prywatnej (-3,2 pp. w 2020 r. wobec 0,8 pp. w 2019 r.), inwestycji (-0,8 pp. wobec 0,5 pp.) oraz eksportu netto (-1,1 pp. wobec -0,6 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład wydatków rządowych (0,7 pp. wobec 0,5 pp.). Jednocześnie wkład zapasów nie zmienił się i wyniósł -0,7 pp. W konsekwencji głównym źródłem obniżenia PKB w Niemczech w 2020 r. było niższe spożycie prywatne. Dane za cały 2020 r. stanowią istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego obniżyła się w IV kw. do -1,4% wobec 8,5% w III kw. (dane za cały rok implikują kwartalną dynamikę PKB w IV kw. na poziomie ok. 0%).
- **Saldo bilansu handlowego w Chinach zwiększyło się w grudniu do 78,2 mld USD wobec 75,4 mld USD w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (72,4 mld USD).** Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się w grudniu do 18,1% r/r wobec 21,1% w listopadzie, a dynamika importu wzrosła do 6,5% r/r wobec 4,5%. Spadek dynamiki eksportu wskazuje tym samym spowolnienie w światowym handlu związane z nasilającymi się sygnalizowanymi w badaniach koniunktury ograniczeniami podażowymi, które w części związane są z drugą falą pandemii (por. MAKROmapa z 11.01.2021). Prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach zwiększy się w 2021 r. do 8,0% r/r wobec 2,3% w 2020 r., a w 2022 r. wyniesie 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 prezydent elekt USA J. Biden ujawnił szczegóły swojej propozycji pakietu fiskalnego o wartości 1,9 bn USD.** Będzie się on składał m.in. z płatności bezpośrednich dla osób fizycznych (465 mld USD), pomocy dla władz stanowych (350 mld USD), wydłużenia okresu pobierania zasiłków dla bezrobotnych (350 mld USD), środków na wznowienie działalności przez szkoły i uczelnie wyższe (170 mld USD) oraz funduszy na walkę z epidemią – testy i szczepienia przeciwko COVID-19 (160 mld USD). Pakiet fiskalny J. Bidena zakłada również zwiększenie płacy minimalnej do 15 USD/h. Uważamy, że ostatecznie skala pakietu fiskalnego, który uda się przeforsować w Kongresie będzie niższa i wyniesie ok. 1 bn USD. Jednocześnie uważamy, że próba przeforsowania wzrostu płacy minimalnej do 15 USD/h może spotkać się ze sprzeciwem ze strony Republikanów i doprowadzić do spowolnienia prac nad pakietem. Jeżeli pakiet fiskalny zostanie uchwalony w oczekiwanej przez nas skali (1 bn USD), zwiększy on tempo wzrostu PKB w USA o ok. 1 pp. w 2021 r. do 4,0% r/r wobec -3,6% w 2020 r. Perspektywa uruchomienia kolejnego dużego pakietu fiskalnego w USA jest pozytywna dla rentowności amerykańskich obligacji. Zmniejsza bowiem presję na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez FED. Jednocześnie zapowiedź pakietu fiskalnego jest pozytywna dla dolara. Niemniej w średnim okresie jego osłabieniu sprzyjać będzie spadek awersji do ryzyka wraz ze stopniowym

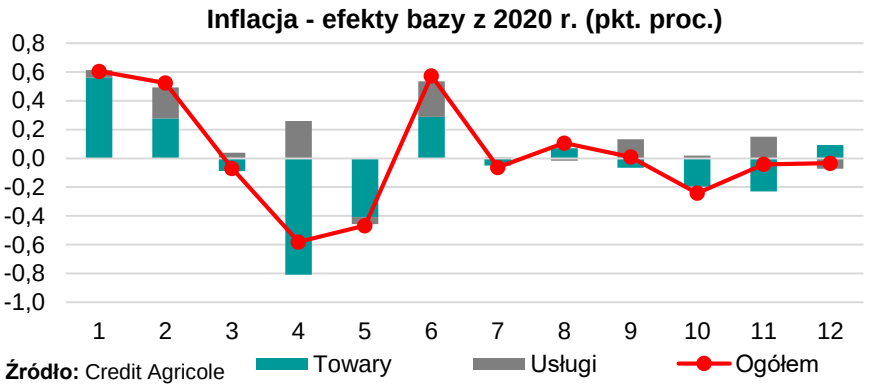
ustępowaniem pandemii. Prognozujemy, że na koniec 2021 r. kurs EURUSD wyniesie 1,22, a na koniec 2022 r. zwiększy się do 1,25.

Czy COVID-19 obniży inflację w 2021 r.?

Inflacja w 2020 r. znajdowała się pod znacznym wpływem pandemii COVID-19. Tym samym ceny niektórych towarów i usług kształtowały się inaczej niż w ubiegłych latach, co znalazło odzwierciedlenie w dużych zmianach rocznej dynamiki cen w wielu kategoriach. Wspomniane nietypowe zmiany, z uwagi na oddziaływanie tzw. efektów bazy, będą miały istotny wpływ na kształtowanie się inflacji w br. Poniżej przedstawiamy główne wnioski z naszej analizy tendencji inflacyjnych.

Efekty bazy w przypadku inflacji definiuje się jako zmianę cen w ujęciu m/m, która wyraźnie odbiega od tej rejestrowanej „zazwyczaj" w danym miesiącu. W tym kontekście pojawia się problem wyznaczenia ile wynosi typowa zmiana cen m/m w danym miesiącu. W tym celu zazwyczaj obliczana jest przeciętna zmiana cen rejestrowana w danym miesiącu w dłuższym okresie. Pozwala to na poprawne odwzorowanie wzorca sezonowego dla cen poszczególnych dóbr i usług. Jeśli odnotowana względna zmiana jest większa od normalnej tendencji, mówimy o wysokiej bazie, jeśli natomiast zmiana ta mniejsza niż zazwyczaj – o niskiej bazie. Takie podejście pozwala np. na poprawne uwzględnienie wyprzedaży odzieży, które odbywają się co roku w tym samym miesiącu, a tym samym pomimo obserwowanej silnej zmiany cen m/m, nie są one kwalifikowane jako efekty bazy.

Zdefiniowanie efektów bazy ma kluczowe znaczenie dla poprawnego zrozumienia kształtowania się trendów inflacyjnych. Jeśli w bieżącym miesiącu odnotowano zmianę cen w ujęciu m/m zgodną z wzorcem sezonowym, a w analogicznym okresie rok temu mieliśmy do czynienia z wysoką bazą, to roczna dynamika inflacji obniży się. Z kolei jeśli rok temu zaobserwowaliśmy niską bazę, a w bieżącym miesiącu zmiana cen m/m była typowa, to odnotujemy wzrost rocznej inflacji. Im większe anomalie sprzed roku (tj. większe efekty bazy), tym większy będzie ich wpływ na zmiany bieżącej inflacji.



Źródło: Credit Agricole

W naszej analizie jako typową zmianę cen w danym miesiącu przyjęliśmy średnią z lat 2005-2019. W pierwszym kroku obliczyliśmy efekty bazy dla inflacji ogółem, a następnie przeprowadziliśmy ich dekompozycję w ramach towarów i usług (por. wykres). Dodatnie wartości na wykresie oznaczają efekty wysokiej bazy z 2020 r., czyli będą one oddziaływały w kierunku spadku inflacji w analogicznym miesiącu 2021 r. Z kolei ujemne wartości oznaczają efekty niskiej bazy i będą miały odwrotny wpływ na kształtowanie się inflacji w 2021 r. Wartości przedstawiają o ile punktów procentowych wspomniane efekty bazy podbiły lub obniżyły inflację ogółem w poszczególnych miesiącach 2020 r. w porównaniu do sytuacji, w której obserwowane byłyby typowe zmiany cen m/m dla danego miesiąca. W uproszczeniu można przyjąć, że efekty te będą oddziaływały w takiej samej skali (jednak z przeciwnym znakiem) na inflację w 2021 r.

W styczniu i lutym 2020 r. odnotowano wysoką bazę z uwagi na podwyżki cen prądu, wzrost opłat za wywóz śmieci i wzrost cen żywności. W marcu ceny ewoluowały w sposób zbliżony do historycznego wzorca sezonowego. W kwietniu odnotowano jednocześnie wysoką bazę na usługach (wywóz śmieci i usługi transportowe) oraz niską bazę w przypadku paliw, których wynikową była wysoka baza dla inflacji

ogółem. W maju odnotowaliśmy szereg efektów wysokiej bazy związanych ze zjawiskiem przerzucania przez firmy kosztów związanych z koniecznością spełnienia wymogów bezpieczeństwa w warunkach pandemii na konsumentów (usługi stomatologiczne, usługi fryzjerskie, kosmetyczne, pielęgnacyjne) oraz odnotowane zostało również proinflacyjne zwiększenie popytu na artykuły do higieny osobistej oraz środki ochrony indywidualnej. Efekty te zostały jednak w pełni skompensowane przez dalsze spadki cen paliw i mniejszy niż zazwyczaj sezonowy wzrost cen żywności. W czerwcu odnotowana została wysoka baza m.in. z uwagi na wzrost cen paliw oraz podwyżki w kategorii „rekreacja i kultura". W kolejnych miesiącach letnich efekty bazy na poszczególnych kategoriach wzajemnie się równoważyły, a w efekcie zmiany inflacji w ujęciu m/m były zgodne z wzorcem sezonowym. W październiku odnotowano niską bazę w przypadku cen żywności. W listopadzie i grudniu 2020 r. efekty bazy ponownie się znosiły.

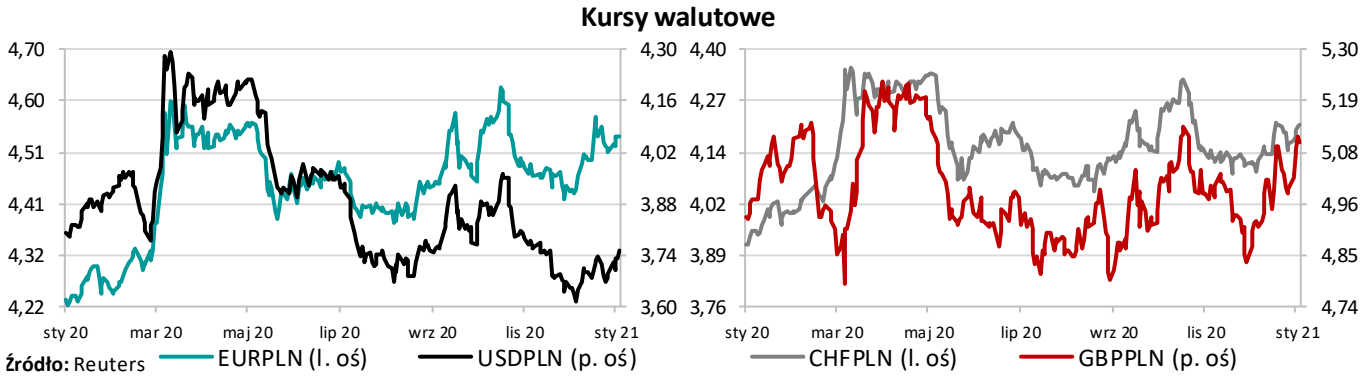
Należy również pamiętać, że przy obliczaniu wpływu efektów bazy w ramach pojedynczych kategoriach na inflację ogółem trzeba uwzględnić wagę tych kategorii w koszyku inflacyjnym. Możemy mieć bowiem do czynienia z sytuacją, kiedy odnotowaliśmy silną zmianę cen w danej kategorii, ale jej wpływ na inflację ogółem będzie nieistotny z uwagi na niewielką wagę tej kategorii. Najlepszym przykładem jest kategoria „usługi finansowe świadczone przez banki i inne instytucje", których cena zwiększyła się o 42,9% m/m w maju 2020 r., ale biorąc pod uwagę, że udział wydatków na te usługi w całości koszyka inflacyjnego wynosi tylko 0,05%, to wpływ ten podwyżki na inflację był pomijalny (wyniósł 0,02 pkt. proc.). Dlatego w powyższym opisie przedstawione są tylko najważniejsze tendencje w zakresie kształtowania się efektów bazy z 2020 r.

Analizując profil nietypowych zmian cenowych odnotowanych w 2020 r. można powiedzieć, że gdyby ceny ogółem w 2020 r. ewoluowały zgodnie wzorcem sezonowym, to na początku 2021 r. będziemy obserwowali spadek rocznej dynamiki inflacji z uwagi na efekty wysokiej bazy. Następnie w kwietniu i maju inflacja będzie podbijana przez efekty niskiej bazy na paliwach, z kolei w czerwcu ponownie się ona obniży. W drugiej połowie roku 2021 r. wpływ efektów bazy z 2020 r. będzie ograniczony. Tylko w październiku można z ich powodu spodziewać się wzrostu rocznej dynamiki cen o ok. 0,2 pkt.

Pod względem skali oddziaływania, ze wszystkich wymienionych efektów bazy największy wpływ na kształtowanie się inflacji w 2021 r. będą miały te obserwowane w kategorii „paliwa". Przyczynią się one do zwiększenia inflacji ogółem w 2021 r. średniorocznie o ok. 0,6-0,7 pkt. proc. Z kolei tzw. „podwyżki COVID-owe" realizowane w 2020 r., czyli wspomniane wyżej wzrosty cen związane z ze zjawiskiem przerzucania przez firmy kosztów związanych z koniecznością spełnienia wymogów bezpieczeństwa na konsumentów, proinflacyjne zwiększenie popytu na niektóre usługi ze względu na przedłużającą się perspektywę pracy zdalnej i dalszej izolacji społecznej oraz podwyżki rekompensujące zmniejszone obroty, z uwagi na efekty wysokiej bazy będą oddziaływały w kierunku spadku średniorocznej inflacji w 2021 r. o ok. 0,2-0,3 pkt. proc.

Należy również zwrócić uwagę, że oprócz efektów bazy, w 2021 r. istotny wpływ na kształtowanie się inflacji będą miały wpływ: liczne podwyżki cen wywołane decyzjami administracyjnymi (w następstwie wprowadzenia podatku cukrowego, podatku handlowego, podwyżek cen prądu, wyższych opłat za wywóz śmieci), proinflacyjny wpływ ożywienia gospodarczego, jak również podwyżki cen rekompensujące zmniejszone obroty w 2020 r. spowodowane rządowymi obostrzeniami. Dodatkowym czynnikiem niepewności dla kształtowania się dynamiki cen w 2021 r. będzie coroczna rewizja wag w koszyku inflacji przez GUS, odzwierciedlająca wyraźnie inną niż w poprzednich latach strukturę wydatków z budżetów gospodarstw domowych 2020 r. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki prognozujemy, że inflacja CPI ogółem wyniesie 2,6% r/r średniorocznie w 2021 r. wobec 3,4% w 2020. Bardziej precyzyjna ocena trendów inflacyjnych będzie możliwa po zapoznaniu się ze zrewidowanym systemem wag koszyka inflacyjnego, który GUS opublikuje w marcu br.

Informacje nt. pakietu fiskalnego w USA w centrum uwagi rynku



Źródło: Reuters

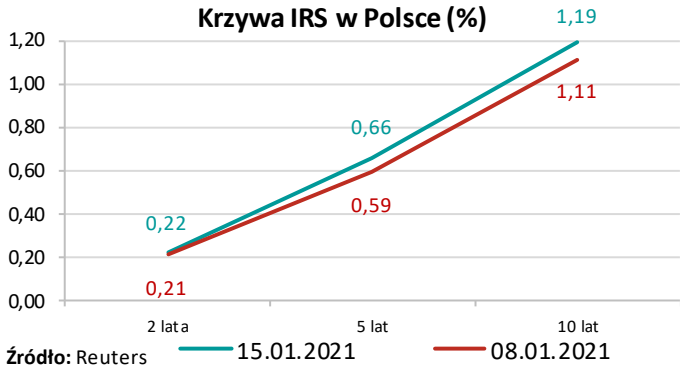
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5382 (osłabienie złotego o 0,7%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Deprecjacja złotego obserwowana była mimo obniżenia światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w spadku indeksu VIX. Czynnikiem ograniczającym presję na aprecjację złotego jest obecność NBP na rynku walutowym, który w ostatnich tygodniach interweniował w celu osłabienia złotego. Posiedzenie RPP nie miało istotnego wpływu na rynek.

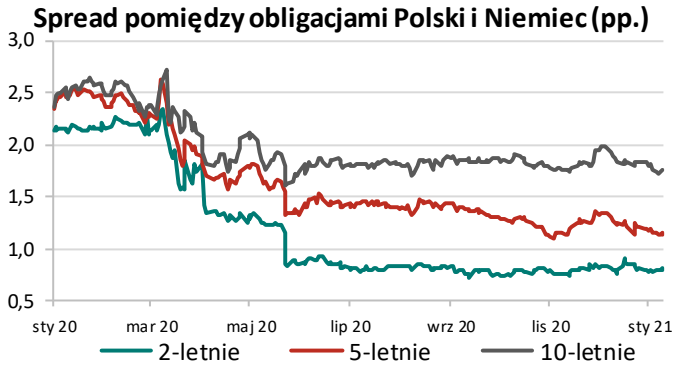
W ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia z dalszym spadkiem kursu EURUSD (por. MAKROmapa z 11.01.2021). Umocnieniu dolara sprzyja spadek ryzyka politycznego w USA wraz z przejęciem kontroli przez Demokratów nad dwiema izbami Kongresu. W ubiegłym tygodniu dodatkowym czynnikiem pozytywnym dla dolara była zapowiedź prezydenta elekta USA J. Bidena dotycząca nowego pakietu fiskalnego.

Opublikowane dzisiaj rano dane z Chin są neutralne dla złotego. W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będą informacje nt. perspektyw wprowadzenia nowego pakietu fiskalnego w USA. Jeśli będą one wskazywać na spadek prawdopodobieństwa realizacji ubiegłotygodniowych zapowiedzi J. Bidena, mogą one sprzyjać wzrostowi awersji do ryzyka, a w konsekwencji osłabieniu złotego. Zaplanowane na ten tydzień publikacje wyników badań koniunktury w strefie euro (wstępne indeksy PMI, indeks ZEW dla Niemiec) oraz danych z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym, liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych), a także przewidziane na czwartek posiedzenie EBC nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego będą najprawdopodobniej również dane z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, sprzedaż detaliczna).

Oczekujemy, że w tym tygodniu kurs EURPLN będzie kształtował się w przedziale 4,50-4,55. Jednocześnie uważamy, że w przypadku rosnącej presji na aprecjację złotego możliwe są kolejne interwencje walutowe NBP.

Wypowiedzi prezesa NBP mogą sprzyjać spadkowi stawek IRS





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,22 (wzrost o 1pb), 5-letnie do 0,66 (wzrost o 7pb), a 10-letnie do 1,19 (wzrost o 8pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Wzrostowi stawek IRS na rynkach bazowych sprzyjało obniżenie światowej awersji do ryzyka związane z rosnącymi oczekiwaniami inwestorów na stopniowe wygasanie pandemii, a także zapowiedzią prezydenta elekta USA J. Bidena dotyczącą uruchomienia nowego pakietu fiskalnego. Piątkowa konferencja prezesa NBP (patrz wyżej) odbyła się już po zamknięciu rynku i nie miała istotnego wpływ na stawki IRS.

Na początku tego tygodnia możemy mieć do czynienia z lekkim spadkiem stawek IRS na całej długości krzywej ze względu na gołębi wydźwięk piątkowego wywiadu z prezesem NBP A. Glapińskim. W tym tygodniu stawki IRS będą pozostawać najprawdopodobniej pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych. Rosnące oczekiwania inwestorów na stopniowe wygasanie pandemii i ożywienie aktywności gospodarczej może sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień publikacje wyników badań koniunktury w strefie euro (wstępne indeksy PMI, indeks ZEW dla Niemiec) oraz danych z USA (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym, liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych), a także przewidziane na czwartek posiedzenie EBC będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Bez istotnego wpływu na stawki IRS będą najprawdopodobniej również dane z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, sprzedaż detaliczna).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	sty 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	0,10
Kurs EURPLN*	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	**4,50**
Kurs USDPLN*	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	**3,72**
Kurs CHFPLN*	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	**4,16**
Inflacja CPI (r/r, %)	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,5	**10,0**	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	**-0,2**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	**-0,6**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	**4,5**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	**-1,2**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	**6,3**	
Saldo ROB (mln EUR)	73	2756	1100	805	823	1560	3175	625	1093	1517	2356	1725		
Eksport (r/r, %, EUR)	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,6	-19,3	3,9	1,7	1,9	6,1	3,8	9,5		
Import (r/r, %, EUR)	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,9	-27,3	-7,4	-4,3	-4,7	1,8	-3,5	5,3		

* 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: Spożycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,2	-2,0	0,0	3,9	2,1	1,6	-1,9	1,9	2,3
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,7	-0,9	0,9	1,0	1,5	-1,5	0,6	1,4
Wkłady do wzrostu PKB: 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	6,3	6,3	5,7	5,4	5,6	6,3	5,6	5,2
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,7	-1,8	-0,7	-0,5	0,0	1,8	0,7	0,5	-0,6	0,8	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	0,21	0,12	0,12	0,12	0,12	0,21	0,12	0,27
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,10
EURPLN**	4,55	4,44	4,53	4,55	4,50	4,46	4,42	4,37	4,55	4,37	4,27
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,73	3,78	3,72	3,65	3,58	3,73	3,58	3,42

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 18.01.2021 r.				
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	7,0		6,9
3:00	Chiny	PKB (% r/r)	IV kw.	4,9		6,1
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	5,0		5,5
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Grudzień	2,6		3,2
14:00	**Polska**	**Inflacja bazowa (%r/r)**	**Grudzień**	**4,3**	**3,6**	**3,7**
		Wtorek 19.01.2021 r.				
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Listopad	26,6		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Styczeń	55,0	50,0	60,0
		Środa 20.01.2021 r.				
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	-0,3		-0,3
		Czwartek 21.01.2021 r.				
10:00	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Styczeń	11,1		12,0
10:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)**	**Grudzień**	**-1,2**	**-1,2**	**-1,2**
10:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)**	**Grudzień**	**4,9**	**4,5**	**4,8**
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Styczeń	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Grudzień	1547	1570	1562
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Grudzień	1635	1602	1610
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	965		830
		Piątek 22.01.2021 r.				
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	58,3	56,8	58,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Styczeń	46,4	44,5	44,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	55,2	54,2	55,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Styczeń	49,1	47,6	47,8
10:00	**Polska**	**Inflacja PPI (%r/r)**	**Grudzień**	**-0,2**	**-0,2**	**0,0**
10:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (%r/r)**	**Grudzień**	**-5,3**	**-0,6**	**-0,7**
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	57,1		56,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Grudzień	6,69	6,59	6,53

* 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

Krystian JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
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**

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.