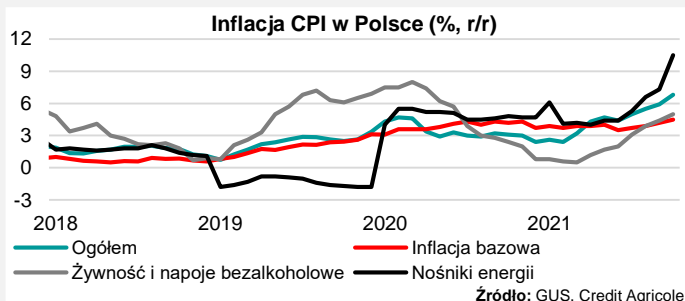


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w listopadzie do 7,3% r/r wobec 6,8% w październiku. Uważamy, że do wzrostu inflacji w listopadzie przyczyniły się wyższe wkłady



wszystkich jej składowych (inflacja bazowa, ceny żywności, paliw i nośników energii). Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z konsensem, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA. Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 600 tys. osób w listopadzie wobec wzrostu o 531 tys. w październiku, przy jednoczesnym zmniejszeniu stopy bezrobocia do 4,4% wobec 4,6% w październiku. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 480 tys. w listopadzie wobec 571 tys. w październiku). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Uważamy, że indeks zaufania konsumentów Conference Board (113,0 pkt. w listopadzie wobec 113,8 pkt. w październiku) wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych, które pozostają pod negatywnym wpływem wysokiej inflacji i obaw o pandemię. W środę opublikowany zostanie natomiast indeks ISM dla przetwórstwa, który w naszej ocenie zwiększył się w listopadzie do 61,0 pkt. wobec 60,8 pkt. w październiku, co będzie spójne z wynikami regionalnych badań koniunktury. Uważamy, że publikacja danych o zatrudnieniu może przyczynić się do zwiększenia globalnego apetytu na ryzyko po tym, jak zmniejszyło się ono wyraźnie w ubiegłym tygodniu po opublikowaniu informacji o nowej odmianie koronawirusa i zawieszeniu połączeń lotniczych pomiędzy niektórymi krajami afrykańskimi i licznymi krajami z Afryki, Europy i Ameryki Północnej. Tym samym publikacja danych o zatrudnieniu w USA będzie lekko negatywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

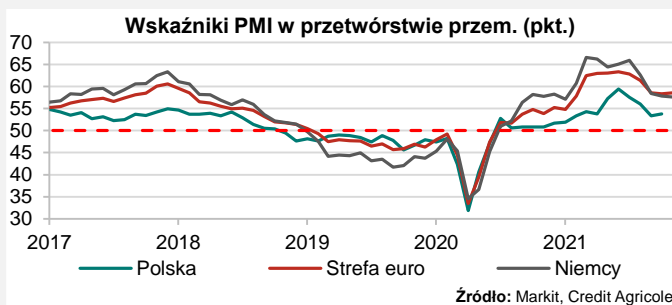
We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w listopadzie do 4,6% r/r wobec 4,1% w październiku, co wynikało z wyższej inflacji bazowej, a także wzrostu dynamiki cen nośników energii. W poniedziałek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 5,9% r/r w listopadzie wobec 4,6% w październiku. Nasze prognozy inflacji w strefie euro i Niemczech kształtują się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 4,4% i 5,3%) tym samym ich realizacja może sprzyjać osłabieniu złotego i wzrostowi rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa. Oczekujemy, że indeks CFLP PMI zwiększył się w listopadzie do 49,7 pkt. wobec 49,2 pkt. w październiku. Z kolei rynek oczekuje, że wskaźnik indeks Caixin PMI zmniejszył się w listopadzie do 50,5 pkt. wobec 50,6 pkt. w październiku. W kierunku pogorszenia koniunktury w Chinach oddziałują problemy w dostawach prądu, rosnąca liczba zachorowań na COVID-19 i utrzymujące się zakłócenia w światowych łańcuchach dostaw. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

We wtorek poznamy finalny szacunek polskiego PKB w III kw. br. wraz z jego strukturą. Uważamy, że dynamika PKB ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniesie 5,1% r/r wobec 11,2% w III kw. Do silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego przyczyniło się głównie ustąpienie efektu niskiej ubiegłorocznej bazy związanego z pandemią COVID-19 i

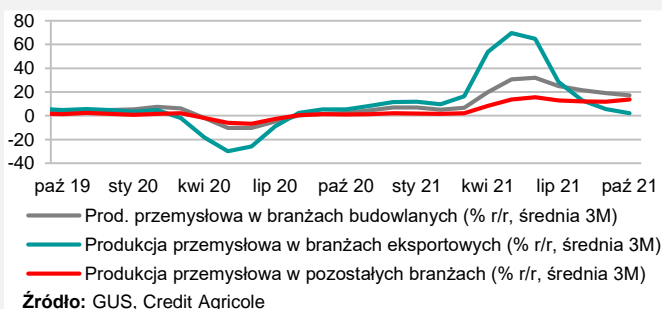
towarzyszącymi jej restrykcjami ograniczającymi aktywność gospodarczą w III kw. 2020 r. Uważamy, że głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w III kw. była konsumpcja oraz ożywienie inwestycji. Ujemny wkład do dynamiki PKB miał natomiast najprawdopodobniej eksport netto (por. MAKROpuls z 12.11.2021) Naszym zdaniem publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.

W środę opublikowane zostaną listopadowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce. Oczekujemy, że wskaźnik PMI zmniejszył się do 53,0 pkt. z 53,8 pkt. w październiku. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi pogorszenie koniunktury odnotowane zgodnie z badaniem GUS oraz spadek indeksu PMI dla przetwórstwa w Niemczech. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (53,9 pkt.), stąd jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w październiku o 7,8% r/r wobec wzrostu o 8,8% we wrześniu, kształtując wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (5,3%) oraz naszej prognozy (5,8%). Główną przyczyną obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy wrześniem a październikiem był efekt

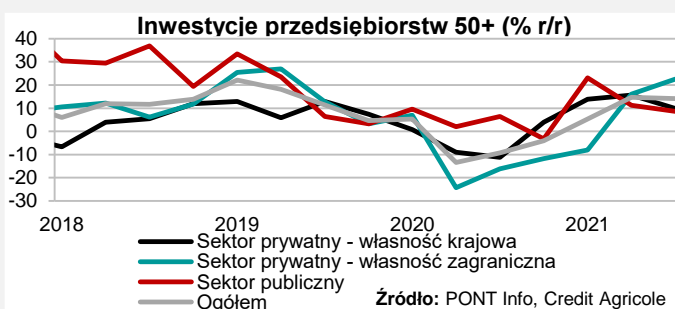


statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w październiku o 2,0% m/m (największy miesięczny wzrost od marca br.). Szacujemy, że poziom produkcji przemysłowej w październiku był o 10,1% wyższy niż przed wybuchem pandemii (tj. luty ub. r.). Za wyraźnie lepsze od oczekiwań dane o produkcji odpowiadało znaczące przyspieszenie tempa wzrostu produkcji w kategorii „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę” (por. MAKROpuls z 22.11.2021). W ujęciu sektorowym na szczególną uwagę zasługuje sytuacja w kategoriach o znaczącym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach. Szacujemy, że produkcja w branżach eksportowych zmniejszyła się w październiku o 2,4% r/r wobec wzrostu 1,1% we wrześniu, tym samym notując pierwszy spadek w ujęciu r/r od czasu pierwszego lockdownu w I poł. 2020 r. Głównym czynnikiem hamującym wzrost produkcji były ograniczenia podażowe, na co wskazywał październikowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa (por. MAKROmapa z 02.11.2021). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane o produkcji budowlano-montażowej, która zwiększyła się w październiku o 4,2% r/r wobec wzrostu o 4,3% we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (3,3%) oraz naszej prognozy (2,0%). Istotnymi czynnikami oddziałującymi w kierunku spadku dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy wrześniem a październikiem były wspomniane wyżej efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, a także efekt wysokiej bazy sprzed roku. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w październiku o 2,6% m/m (największy miesięczny wzrost od maja br.). Niemniej szacujemy, że poziom produkcji budowlano-montażowej w październiku był nadal

o 7,2% niższy niż przed wybuchem pandemii (tj. luty ub. r.). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się dwucyfrowy wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej w kategorii „roboty budowlane specjalistyczne”, obejmującej m.in. przygotowanie terenu pod budowę (por. MAKROpuls z 23.22.2021). Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego kontynuację ożywienia w budownictwie w kolejnych kwartałach. Istotnym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza pozostaje natomiast kształtowanie się inwestycji publicznych powiązane z odsuwającym się w czasie zatwierdzeniem Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską.

Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w październiku o 14,4% r/r wobec wzrostu o 11,1% we wrześniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (12,4%) i naszej prognozy (12,6%). Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się w październiku o 6,9% r/r wobec wzrostu o 5,1% we wrześniu. Czynnikiem ograniczającym zwiększenie dynamiki realnej sprzedaży detalicznej był dalszy, silny wzrost cen. Deflator sprzedaży detalicznej zwiększył się w październiku do 7,0% r/r wobec 5,7% we wrześniu, osiągając najwyższy poziom w historii szeregu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w październiku o 1,2% m/m, a w rezultacie jej poziom był już o 4,0% wyższy niż w lutym 2020 r., a więc w ostatnim miesiącu, w którym pandemia nie wywierała jeszcze istotnego wpływu na sprzedaż. Październik był kolejnym miesiącem, w którym dynamika sprzedaży detalicznej była podbijana przez efekty niskiej bazy związanej z negatywnym wpływem II fali pandemii na aktywność gospodarczą jesienią 2020 r. Efekt ten (pozytywny dla tempa wzrostu sprzedaży) będzie utrzymywał się w kolejnych miesiącach. Odnotowany w październiku znaczący wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych stanowi jednak duże zaskoczenie w świetle zaobserwowanego w listopadzie dalszego wyraźnego pogorszenia nastrojów konsumenckich związanego z silnym wzrostem inflacji (por. MAKROpuls z 19.11.2021). Oznacza to, że mimo silnego wzrostu inflacji gospodarstwa domowe nadal nie ograniczają swoich wydatków. Dane o sprzedaży detalicznej w połączeniu z danymi o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej (patrz wyżej) stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Polsce zwiększył się w IV kw. o 4,8% r/r wobec wzrostu o 5,1% w III kw.

Zgodnie z danymi opublikowanymi tydzień temu realna dynamika inwestycji przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zmniejszyła się w III kw. do 9,5% r/r z 11,0% w II kw. Obniżenie tempa wzrostu nakładów na środki trwałe było efektem niższej dynamiki

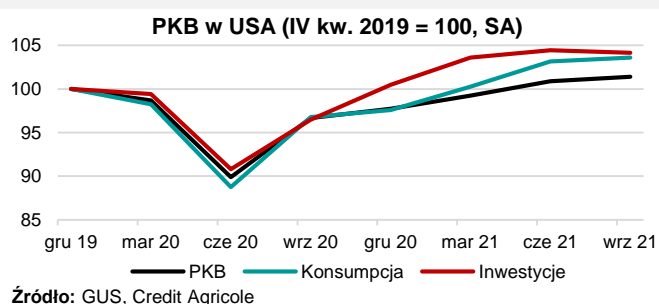


inwestycji realizowanych przez przedsiębiorstwa publiczne (nominalny wzrost o 8,6% r/r w III kw. wobec wzrostu o 11,2% w II kw.) i prywatne firmy krajowe (9,8% r/r wobec 15,6%). Jednocześnie inwestycje zagranicznych firm prywatnych zwiększyły się o 22,6% r/r wobec o wzrostu 16,1% w II kw. Pod względem przeznaczenia inwestycji (podział budynki i budowle, maszyny i urządzenia oraz środki transportu) wzrost nakładów był dosyć zbilansowany, natomiast w poprzednich dwóch kwartałach był on skoncentrowany w ramach środków transportu. Analizując strukturę branżową inwestycji firm, należy również zwrócić uwagę, że ożywienie inwestycyjne stało się bardziej zrównoważone. W okresie I-II kw. 2021 r. głównym motorem inwestycji był sektor usług, podczas gdy w III kw. wkłady przetwórstwa i usług były do siebie zbliżone. Należy pamiętać, że szybki wzrost inwestycji w III kw. był wspierany przez efekty niskiej bazy sprzed roku. Biorąc pod uwagę niepewność związaną z dalszym przebiegiem pandemii i momentem uruchomienia KPO oczekujemy, że ożywienie inwestycyjne w przedsiębiorstwach będzie ograniczone. Taką ocenę wspiera odnotowany spadek (w ujęciu r/r) produkcji dóbr inwestycyjnych we wrześniu i październiku oraz wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych w III kw. Zarysowane powyżej

czynniki stanowią lekkie ryzyko w dół dla naszej zakładającej wzrost inwestycji w gospodarce narodowej o 7,8% r/r średniorocznie w 2022 r. wobec wzrostu o 4,3% w 2021 r.

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z listopadowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji, choć decyzja o rozpoczęciu procesu wygaszania programu skupu aktywów była jednogłówna, to część członków preferowała nieco szybsze tempo jego ograniczania, co oznaczałoby wcześniejsze zakończenie programu. Jednocześnie, choć Rezerwa Federalna w swoim komunikacie powtórzyła, że zakończenie programu skupu aktywów nie oznacza sygnału do podwyżek stóp procentowych, to jest grupa członków FOMC, która zwraca uwagę na prawdopodobieństwo wcześniejszej decyzji o podwyżce. Co więcej, niektórzy członkowie FOMC uważają, że jeśli inflacja będzie nadal kształtować się powyżej poziomów zgodnych z celem inflacyjnym, to Rezerwa Federalna powinna być przygotowana na wcześniejszą decyzję o podwyżce stóp procentowych niż jest to obecnie oczekiwane. Jastrzębi wydział *Minutes* sygnalizuje zatem na rosnące prawdopodobieństwo szybszego niż wskazywał komunikat po listopadowym posiedzeniu FOMC tempa normalizacji polityki pieniężnej w USA. Dlatego dostrzegamy rosnące ryzyko w górę dla naszego scenariusza bazowego zakładającego stabilizację stóp procentowych w USA w 2022 r. i dopuszczamy realizację scenariusza alternatywnego, w którym pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi pod koniec 2022 r.

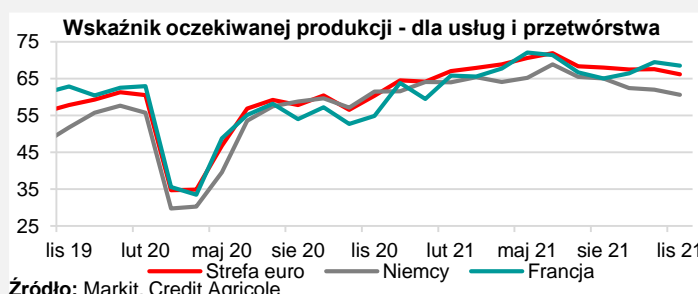
➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w III kw. zwiększyło się do 2,1% wobec 2,0% w pierwszym szacunku, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (2,2%).



Rewizja w górę wynikała z wyższych wkładów konsumpcji prywatnej (1,18 pp. w drugim szacunku wobec 1,08 pp. w pierwszym szacunku), zapasów (2,13 pp. wobec 2,07 pp.) oraz wydatków rządowych (0,16 pp. wobec 0,14 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji (-0,20 pp. wobec -0,14 pp.) oraz eksportu netto (-1,16 pp. wobec -1,14 pp.). Tym samym drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego w USA w III kw. były zapasy podczas gdy w II kw. była to konsumpcja prywatna. Taka struktura wzrostu gospodarczego odzwierciedla odbudowę zapasów, a także efekt wysokiej bazy w przypadku konsumpcji prywatnej związany z realizacją odłożonego popytu w II kw. dodatkowo wzmocnionego przez wypłatę środków w ramach pakietu Bidena. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. inflacji PCE, która zwiększyła się w październiku do 5,0% r/r wobec 4,4% we wrześniu, co było efektem wyższej dynamiki cen żywności, nośników energii oraz inflacji bazowej PCE (4,1% r/r w październiku wobec 3,7% we wrześniu). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w październiku o 0,5% m/m wobec spadku o 0,4% we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,3%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w październiku do 0,5% wobec 0,7% we wrześniu. Tym samym wielkość zamówień na dobra trwałe w USA była w październiku o 12,6% wyższa niż w lutym 2020 r., czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na zamówienia. Z kolei wielkość zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty była w październiku już o 21,1% wyższa niż w lutym 2020 r., co wskazuje na perspektywę kontynuacji ożywienia inwestycji w USA w kolejnych miesiącach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku pracy. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 199 tys. wobec 270 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (260 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków obniżyła się do 2,0 mln wobec 2,1 mln. Bezpośrednio przed wybuchem pandemii liczba kontynuowanych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wynosiła 1,7

mln. Choć uważamy, że ubiegłotygodniowe dane są w znacznym stopniu zniekształcone przez długi weekend w USA, to nie zmieniają one naszej oceny, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy stopniowo poprawia się i znajduje się on coraz bliżej równowagi. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,34 mln w październiku wobec 6,29 mln we wrześniu) oraz sprzedaży nowych domów (745 tys. wobec 742 tys.), które wskazały na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w listopadzie do 67,4 pkt. wobec 71,7 pkt. w październiku i 66,8 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Czynniki ograniczającymi poprawę nastrojów gospodarstw domowych w USA są wysoka inflacja oraz wygasanie efektu wypłat środków w ramach pakietu fiskalnego Bidena. Ze względu na silniejszy od naszych oczekiwań wpływ wariantu delta na aktywność gospodarczą w USA zdecydowaliśmy się obniżyć naszą prognozę PKB w tym kraju. Obecnie oczekujemy, że zwiększy się on w 2021 r. o 5,6% wobec spadku o 3,5% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 3,8% (odpowiednio 6,1% i 4,0% przed rewizją).

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w listopadzie do 55,8 pkt. wobec 54,2 pkt. w październiku, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (53,1 pkt.) oraz naszej prognozy (52,9 pkt.).



Wzrost zagregowanego indeksu PMI wynikał z wyższych składowych indeksu zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak również bieżącej produkcji w przetwórstwie. Wzrost indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w Niemczech, we Francji jak i pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Mimo lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro na uwagę zasługuje dalszy spadek zagregowanego wskaźnika dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie roku, który obniżył się dla Niemiec i Francji, jaki i całej strefy euro. Jego spadek wynika z obaw respondentów o wpływ kolejnych fal pandemii na aktywność gospodarczą, w szczególności w sektorze usług, a także utrzymujących się barier podażowych. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 57,6 pkt. wobec 57,8 pkt. w październiku. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów jego składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zapasów. W strukturze danych z Niemiec warto zwrócić uwagę na utrzymujący się wzrost indeksów zarówno dla cen surowców i półproduktów, jaki cen produktów finalnych, będący efektem barier podażowych. Uważamy, że bariery podażowe pozostaną w kolejnych miesiącach czynnikiem ograniczającym aktywność w niemieckim przetwórstwie, co będzie negatywne dla aktywności w sektorach polskiego przetwórstwa o wysokim udziale sprzedaży eksportowej w przychodach (por. MAKROpuls z 22.11.2021). Wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zmniejszy się w IV kw. do 1,1% wobec 2,2% w II kw.

Zgodnie z finalnym szacunkiem PKB w Niemczech zwiększyło się w III kw. o 1,7% kw/kw wobec wzrostu o 2,0% w II kw. (2,5% r/r w III kw. wobec 10,4% w II kw.) wobec oczekiwań rynku na poziomie odpowiednio 1,8% kw/kw i 2,5% r/r. Źródłem zmniejszenia kwartalnej dynamiki PKB były niższe wkłady spożycia publicznego (-0,5 pp. w III kw. wobec 1,0 pp. w II kw.) oraz inwestycji (-0,5 pp. wobec 0,3 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady spożycia prywatnego (3,0 pp. wobec 1,8 pp.), zapasów (-0,1 pp. wobec -0,5 pp.) oraz eksportu netto (-0,2

pp. wobec -0,6 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu niemieckiego PKB w III kw., podobnie jak w II kw., było spożycie prywatne. Jednocześnie odsezonowany poziom niemieckiego PKB w III kw. był o 1,1% niższy niż IV kw. 2019 r., czyli przed wybuchem pandemii. Uwzględniając naszą prognozowaną ścieżkę PKB w Niemczech oczekujemy, że przekroczy on poziom sprzed pandemii dopiero w II kw. 2022 r.

Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zmniejszył się w listopadzie do 96,5 pkt. wobec 97,7 pkt. w październiku, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku (96,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych sektorach: w usługach, handlu, przetwórstwie i budownictwie, przy czym najsilniej nastroje pogorszyły się w usługach, co można wiązać ze znacznym wzrostem liczby zakażeń koronawirusem w Niemczech (por. COVID Dashboard). Prognozujemy, że PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 3,0% wobec spadku o 4,6% w 2020 r.

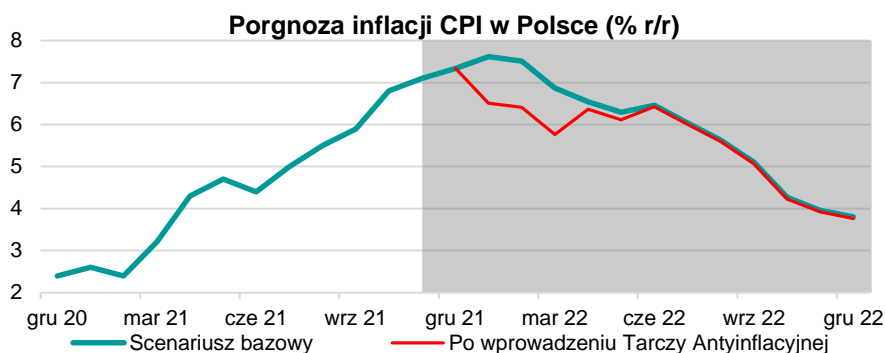
Złoty w kleszczach polityki

W ostatnich tygodniach obserwowaliśmy nasilającą się tendencję złotego do osłabienia. W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN przekroczył granicę 4,70 i osiągnął najwyższy poziom od 2009 r. Kontrakty FRA wyceniają obecnie wzrost stopy referencyjnej do poziomu powyżej 3% w ciągu kilku miesięcy. Oczekiwany przez rynek znaczący wzrost stóp procentowych powinien doprowadzić do umocnienia kursu złotego. Taki scenariusz jednak nie materializuje się, gdyż znacząco wzrosła premia za ryzyko. Poniżej prezentujemy nasz zrewidowany scenariusz dla kursu złotego.

Główną przyczyną wspomnianego wyżej wzrostu premii za ryzyko jest spór prawny Polski z UE, który odsuwa w czasie perspektywę uruchomienia Krajowego Planu Odbudowy. Zgodnie z napływającymi w ostatnim czasie informacjami, coraz więcej krajów członkowskich (Niemcy, Belgia, Holandia, Dania) wyraża się nieprzychylnie w kwestii odblokowania KPO dla Polski i wymaga uprzedniego rozwiązania kwestii zapewnienia praworządności. Takie wypowiedzi wzmacniają pozycję Komisji Europejskiej w negocjacjach z Polską. Uważamy, że spór na linii UE-Polska nie zostanie szybko zażegnany, a środki przewidziane dla Polski w ramach KPO zostaną odblokowane w II poł. 2022 r. Tym samym znaczące opóźnienia w uruchomieniu KPO będą czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego w najbliższych miesiącach.

Kolejnym czynnikiem przeciwdziałającym umocnieniu kursu złotego będą również obawy inwestorów o interwencje NBP na rynku walutowym przed końcem roku, podobnie jak to miało miejsce w 2020 r. Uzasadnienie tych operacji ze strony NBP było niejasne, a tym samym mogły być one umotywowane podniesieniem zysku NBP na koniec ub. br. Choć ryzyko, że NBP zastosuje ten instrument ponownie, nie jest w naszej ocenie znaczące, część inwestorów może się obawiać ponownej deprecjacji kursu złotego w ostatnich dniach roku. Nawet jeśli osłabienie kursu złotego pod koniec grudnia br. nie byłoby celem NBP, bank centralny będzie reagował na ewentualne umocnienie kursu złotego starając się ograniczyć jego skalę.

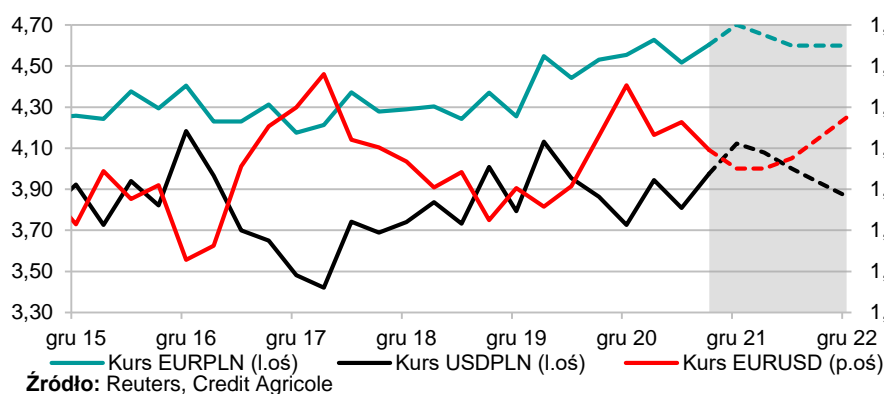
Innymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu premii za ryzyko w odniesieniu do polskich aktywów są napięcia na wschodniej granicy oraz nasilająca się pandemia w Polsce i innych krajach Europy, która sygnalizuje rosnące ryzyko wprowadzenia ponownych obostrzeń.



Źródło: GUS, Credit Agricole

W kontekście perspektyw kształtowania się kursu złotego ważny jest również ogłoszony w ubiegłym tygodniu przez rząd pakiet rozwiązań mających na celu obniżenie inflacji (tzw. Tarcza Antyinflacyjna). Przewiduje on m.in. przejściową obniżkę stawki podatku VAT na gaz i energię elektryczną, obniżenie akcyzy na prąd i paliwa oraz zwolnienie sprzedaży paliw z opłaty emisyjnej i podatku od sprzedaży detalicznej. Zgodnie z naszymi szacunkami działania te obniżą inflację o ok. 1,1 pkt. proc. w I kw. 2022r. i o 0,2 pkt. w okresie kwiecień-maj 2022 r. Średniorocznie inflacja obniży się o ok. 0,3 pkt. proc. w całym 2022 r. W ramach Tarczy Antyinflacyjnej przewidziane są również wypłaty dodatku osłonowego. Będzie wynosił od 400 do 1150 zł w skali roku w zależności od dochodu gospodarstwa domowego. W sumie, działania w ramach Tarczy Antyinflacyjnej wiążą się z kosztem dla budżetu państwa równym ok. 10 mld zł. O ile rozwiązania zaproponowane przez rząd są antyinflacyjne w krótkim okresie, to w długim okresie będą miały one działanie proinflacyjne. Zaoszczędzone (i dodatkowe) dochody gospodarstw domowych będą bowiem napędzały popyt, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu cen. To z kolei, ceteris paribus, będzie wymagało większej skali zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP aby osiągnąć cel inflacyjny w 2023 r. Taki scenariusz jest już wyceniany przez rynki. Po ogłoszeniu Tarczy Antyinflacyjnej przez rząd, notowania stawek FRA podniosły się o kilkanaście punktów bazowych.

W kontekście perspektyw kształtowania się kursu złotego ważny jest również ogłoszony w ubiegłym tygodniu przez rząd pakiet rozwiązań mających na celu obniżenie inflacji (tzw. Tarcza Antyinflacyjna). Przewiduje on m.in. przejściową obniżkę stawki podatku VAT na gaz i energię elektryczną, obniżenie akcyzy na prąd i paliwa oraz zwolnienie sprzedaży paliw z opłaty emisyjnej i podatku od sprzedaży detalicznej. Zgodnie z naszymi szacunkami działania te obniżą inflację o ok. 1,1 pkt. proc. w I kw. 2022r. i o 0,2 pkt. w okresie kwiecień-maj 2022 r. Średniorocznie inflacja obniży się o ok. 0,3 pkt. proc. w całym 2022 r. W ramach Tarczy Antyinflacyjnej przewidziane są również wypłaty dodatku osłonowego. Będzie wynosił od 400 do 1150 zł w skali roku w zależności od dochodu gospodarstwa domowego. W sumie, działania w ramach Tarczy Antyinflacyjnej wiążą się z kosztem dla budżetu państwa równym ok. 10 mld zł. O ile rozwiązania zaproponowane przez rząd są antyinflacyjne w krótkim okresie, to w długim okresie będą miały one działanie proinflacyjne. Zaoszczędzone (i dodatkowe) dochody gospodarstw domowych będą bowiem napędzały popyt, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu cen. To z kolei, ceteris paribus, będzie wymagało większej skali zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP aby osiągnąć cel inflacyjny w 2023 r. Taki scenariusz jest już wyceniany przez rynki. Po ogłoszeniu Tarczy Antyinflacyjnej przez rząd, notowania stawek FRA podniosły się o kilkanaście punktów bazowych.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

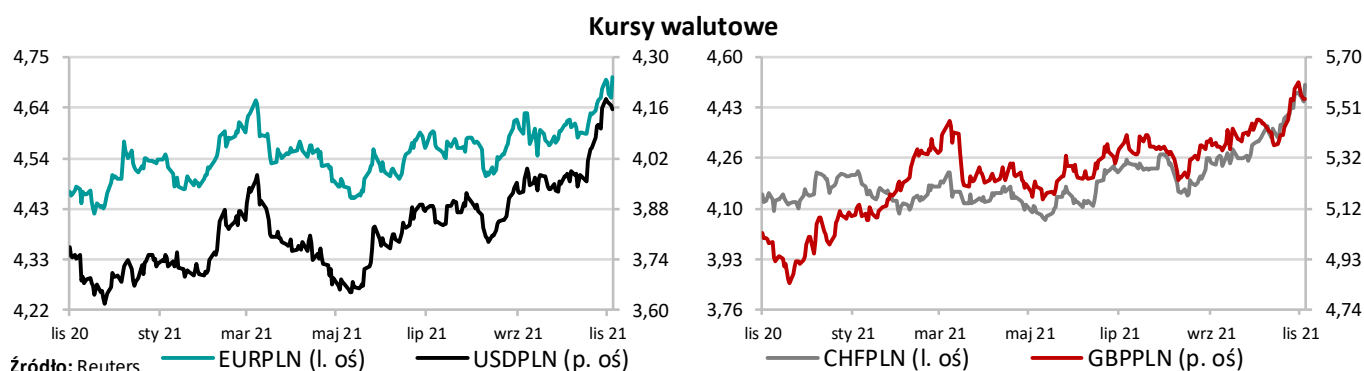
W świetle zarysowanych powyższych czynników, warunkiem koniecznym dla umocnienia złotego jest sygnał ze strony NBP, że scenariusz silnego zacieśnienia polityki pieniężnej, wyceniany przez rynki nie jest wykluczony. Wypowiedzi E. Gatnara, jednego z najbardziej jastrzębich członków RPP sugerują jednak, że Rada nie jest skłonna do przeprowadzenia tak dużej skali podwyżek. Powiedział on bowiem, że do stycznia 2022 r. potrzebne są jeszcze dwie podwyżki stóp procentowych po 50pb każda (scenariusz zarysowany przez E. Gatnara jest spójny z naszym). W konsekwencji, jeśli premia za ryzyko szybko nie spadnie (co jest naszym zdaniem mało prawdopodobne), presja na osłabienie złotego utrzyma się. Innymi słowy, podwyżki stóp procentowych będą znacząco niższe niż wyceniane przez rynek, co będzie sprzyjać deprecjacji kursu złotego.

Jednocześnie nie dostrzegamy ryzyka dalszej gwałtownej deprecjacji kursu złotego. Ostatnie wypowiedzi prezesa A. Glapińskiego („dalsze osłabianie kursu złotego nie byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki, ani też z prowadzoną przez NBP polityką pieniężną”) oraz M. Morawieckiego („będziemy robili wszystko w komunikacji i w naszych działaniach realnych, aby złotówka była nieco silniejsza”) wskazują na brak akceptacji dla takiej deprecjacji. Uważamy, że takie werbalne interwencje będą kontynuowane. Ponadto, wypowiedź premiera można interpretować

jako gotowość rządu do przewalutowywania środków unijnych na rynku w celu ograniczenia osłabienia złotego, a prawdopodobieństwo interwencji walutowej NBP pozostaje wysokie.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu złotego. Oczekujemy, że kurs EURPLN ukształtuje się na poziomie 4,70 na koniec br. i obniży się do 4,65 na koniec I kw. 2022 r. Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach 2022 r. kurs EURPLN utrzyma się na poziomie 4,60 (por. tabela kwartalna).

Kurs EURPLN pozostaje na wysokich na tle historycznym poziomach

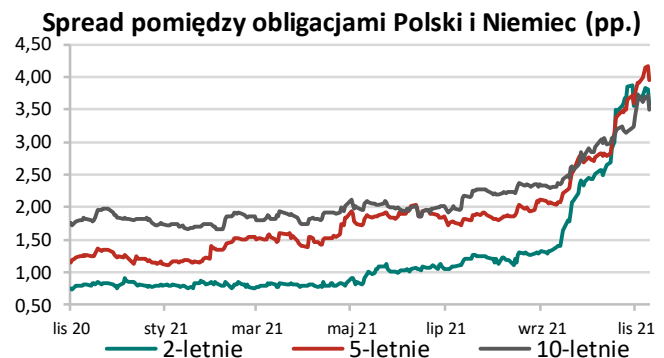
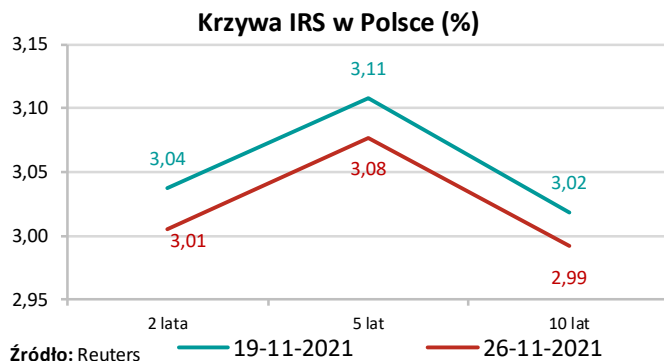


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,7079 (osłabienie złotego o 0,5%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się na wysokich na tle historycznym poziomach. Czynniki negatywnymi dla złotego pozostają utrzymujący się silny wzrost inflacji na świecie, odsuwające się w czasie zatwierdzenie Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską, a także kryzys na granicy z Białorusią. W piątek dodatkowym czynnikiem negatywnym dla złotego był silny wzrost światowej awersji do ryzyka w reakcji na informację o pojawieniu się nowego wariantu koronawirusa B.1.1.529.

Ze względu na wspomniany wyżej wzrost światowej awersji do ryzyka doszło do dalszego umocnienia franka szwajcarskiego względem euro. W efekcie kurs CHFPLN przekroczył poziom 4,52 osiągając najwyższy poziom w historii (wyłączając wysoką zmienność kursu CHFPLN zaraz po uwolnieniu kursu franka szwajcarskiego 15 stycznia 2015 r.). W świetle wzrostu światowej awersji do ryzyka pewne zaskoczenie stanowi osłabienie dolara względem euro. Warto jednak zwrócić uwagę, że wynika ono z odsuwającego się scenariusza podwyżek stóp procentowych w USA ze względu na pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego wraz z pojawieniem się nowego wariantu koronawirusa.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Uważamy, że w przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą być lekko negatywnego dla złotego. Pozostałe krajowe dane (wstępna inflacja, finalny PKB) nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Lekko negatywne dla kursu polskiej waluty mogą być natomiast wstępne dane o inflacji w strefie euro oraz dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Pozostałe dane z USA (indeks ISM dla przetwórstwa, indeks Conference Board), jak również dane z Chin (indeksy Caixin i CFLP PMI dla przetwórstwa) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek.

Silny spadek rentowności w reakcji na wariant B.1.1.529



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,01 (spadek o 3 pb), 5-letnie do 3,08 (spadek o 3 pb), a 10-letnie do 2,99 (spadek o 3 pb). Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia na rynku długu było pojawienie się w piątek informacji o nowym wariantcie koronawirusa B.1.1.529. W efekcie doszło do pogorszenia nastrojów inwestorów w obawie o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie, co doprowadziło do spadku stawek IRS na rynkach bazowych oraz w Polsce. Spadek stawek IRS widoczny był szczególnie na długim końcu krzywej. Obserwowane obecnie odwrócenie krzywej dochodowości oznacza, że w dłuższej perspektywie rynek wycenia korektę stóp procentowych w dół. W ubiegłym tygodniu odbyła się aukcja długu, na której BGK sprzedał obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o 22-letnim terminie zapadalności za 450 mln PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie śródowa publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa, która może przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Pozostałe dane z Polski (wstępna inflacja, finalny PKB) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Do wzrostu stawek IRS mogą przyczynić się natomiast wstępne dane o inflacji w strefie euro oraz dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Pozostałe dane z USA (indeks ISM dla przetwórstwa, indeks Conference Board) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25
Kurs EURPLN*	4,60	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,71
Kurs USDPLN*	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,16
Kurs CHFPLN*	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,52
Inflacja CPI (r/r, %)	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,6	13,1	8,9	7,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,2	11,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,1	6,3	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	1550	1298	751	2034	652	71	1269	-531	-378	-1551	-1441	-1339		
Eksport (r/r, %, EUR)	5,8	12,4	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	18,9	12,2		
Import (r/r, %, EUR)	-2,4	6,2	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	31,6	21,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2021				2022				2020	2021	2022	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,8	11,2	5,1	4,8	4,5	4,8	4,5	4,8	-2,5	4,9	4,7	
Konsumpcja (% r/r)	0,1	13,1	5,0	3,0	3,1	3,0	3,1	3,2	-3,0	5,1	3,1	
Inwestycje (% r/r)	1,7	5,6	7,0	13,5	6,2	5,7	7,8	7,0	-9,0	7,9	6,8	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	7,3	29,2	16,3	7,9	7,0	7,5	7,3	7,5	0,1	14,1	7,3	
Import (ceny stałe, %, r/r)	10,3	34,5	20,0	9,8	8,1	7,9	8,0	8,0	-1,2	17,9	8,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	7,2	3,0	1,5	1,9	1,7	1,8	1,5	-1,8	2,9	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,9	1,1	2,9	0,8	0,8	1,3	1,6	-1,7	1,3	1,1
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,3	-0,8	-0,4	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,7	-0,9	0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	2,7	1,7	0,4	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	2,9	-0,9	-1,2	
Stopa bezrobocia (%)**	6,4	6,0	5,6	5,8	6,0	5,5	5,3	5,4	6,2	5,8	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,1	3,1	1,0	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	-0,5	1,2	0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,6	9,6	9,4	9,2	9,6	9,3	9,2	9,2	5,3	8,7	9,3	
Inflacja CPI (%)*	2,7	4,5	5,5	7,1	7,3	6,4	5,6	4,0	3,4	4,9	5,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	0,21	2,38	2,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25	0,10	1,75	2,25	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,70	4,65	4,60	4,60	4,60	4,55	4,70	4,60	
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,12	4,08	4,00	3,93	3,87	3,73	4,12	3,87	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 29.11.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Listopad	1,76		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	4,6	5,9	5,5
Wtorek 30.11.2021 r.						
2:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Listopad	49,2	49,7	49,6
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	11,2	5,1	5,1
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Listopad	6,8	7,3	7,3
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	4,1	4,6	4,4
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Wrzesień	1,2		1,1
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Listopad	68,4		68,2
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	113,8	113,0	110,9
Środa 01.12.2021 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,6		50,5
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	53,8	53,0	53,9
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	57,6	57,6	57,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	58,6	58,6	58,6
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	571		525
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	59,1		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	60,8	61,0	61,0
Czwartek 02.12.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	7,4		7,3
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	16,0		19,0
Piątek 03.12.2021 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Listopad	56,6	56,6	56,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Listopad	55,8	55,8	55,8
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	-0,3		0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	4,6	4,4	4,5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	531	600	550
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	0,2	0,8	0,5
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Listopad	66,7	65,0	65,0

* 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



Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy 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.