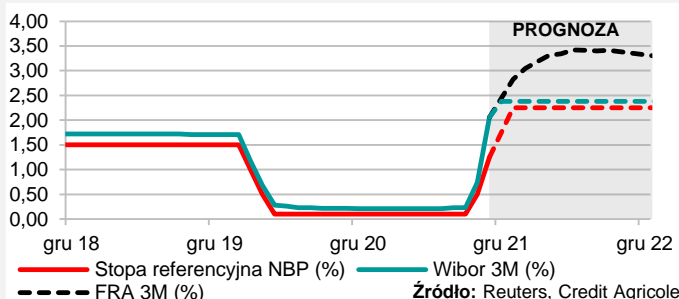


W tym tygodniu

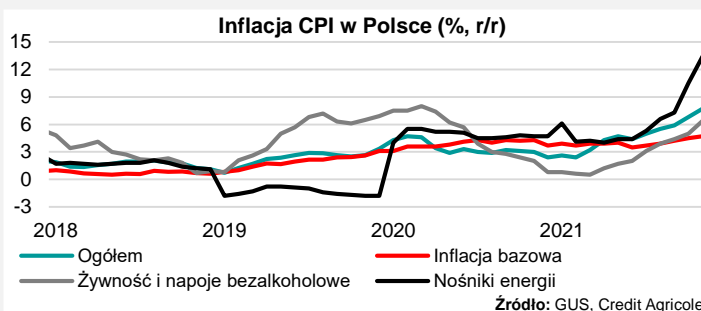
- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę po siedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP podniesie stopę procentową o 50pb do 1,75%. Wsparciem dla scenariusza podwyżki stóp procentowych są wypowiedzi niektórych członków RPP (A. Glapińskiego, Ł. Hardta i E. Gatnara), które wskazywały na konieczność dalszych, umiarkowanych podwyżek stóp procentowych. Dla członków RPP charakteryzujących się niższą awersją do inflacji argumentem na rzecz spowolnienia tempa zacieśniania polityki pieniężnej jest planowane uruchomienie przez rząd Tarczy Antyinflacyjnej, która obniży inflację w krótkim okresie. Uważamy, że treść komunikatu i konferencji po posiedzeniu zostaną utrzymana w relatywnie gołęmbim tonie. Rada będzie się jednak starała tak sformułować treść komunikatu, aby nie osłabił on znacząco oczekiwań na podwyżki stóp. Biorąc pod uwagę scenariusz wyceniany obecnie przez rynek (wzrost stopy referencyjnej do ponad 3% w horyzoncie kilku miesięcy) oczekujemy, że decyzja RPP będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w listopadzie do 6,9% r/r wobec 6,2% we listopadzie, do czego przyczynił się wzrost inflacji bazowej. Byłby to najwyższy odczyt inflacji od 1982 r. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się nieznacznie do 68,0 pkt. w grudniu wobec 67,4 pkt. w listopadzie. Nasza prognoza inflacji w USA kształtuje się powyżej konsensusu (6,8%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla złotego i cen polskich obligacji.
- We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Zgodnie z konsensem jego wartość zmniejszyła się do 25,3 pkt. w grudniu wobec 31,7 pkt. w listopadzie. Uważamy, że w kierunku spadku indeksu będą oddziaływały obawy rynkowe o wpływ wariantu Omikron koronawirusa na perspektywę wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem publikacja indeksu będzie neutralna dla rynków finansowych.
- We wtorek poznamy dane nt. bilansu handlowego w Chinach.** Rynek oczekuje, że saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w listopadzie do 82,8 mld USD wobec 84,5 mld USD w październiku. Zgodnie z konsensem dynamika importu zmniejszyła się w listopadzie do 19,5% r/r wobec 20,6% w październiku, a dynamika eksportu spadła do 17,2% r/r wobec 27,1%. Spadek dynamiki eksportu będzie spójny ze zmniejszeniem napływu nowych zamówień eksportowych w chińskim przetwórstwie sygnalizowanym przez listopadowy indeks Caixin PMI (patrz poniżej). Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.
- Dzisiaj opublikowane zostały dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, które zmniejszyły się w październiku o 6,9% m/m wobec wzrostu o 1,8% we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-0,9%).** Tym samym zamówienia w niemieckim przetwórstwie ukształtowały się w październiku na poziomie zaledwie o 1,7% wyższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Dla przypomnienia w lipcu br. zamówienia w niemieckim przetwórstwie były już o 17,6% wyższe niż w lutym 2020 r. Warto odnotować, że przyczyną spadku zamówień były niższe zamówienia zagraniczne, podczas gdy zamówienia krajowe zwiększyły się. Źródłem niższych zamówień zagranicznych były przede wszystkim niższe zamówienia spoza strefy euro, niemniej zamówienia z obszaru wspólnej waluty



również obniżyły się. Opublikowane dzisiaj wyraźnie słabsze od oczekiwań dane nt. zamówień w niemieckim przetwórstwie są lekko negatywne dla kursu EURUSD. W tym tygodniu poznamy jeszcze dane o produkcji przemysłowej (wtorek) i bilansie handlowym (czwartek) w Niemczech, które potwierdzą spowolnienie w światowym handlu związane z ograniczeniami podażowymi. Oczekujemy, że publikacja tych danych będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

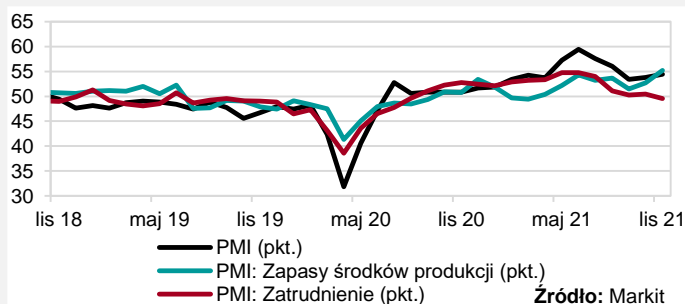
W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w listopadzie do 7,7% r/r wobec 6,8% w październiku, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (7,4%) oraz naszej prognozy (7,3%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury



inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki żywności i napojów bezalkoholowych (6,4% r/r w listopadzie wobec 5,0% w październiku), nośników energii (13,4% wobec 10,5%), paliw (36,6% wobec 33,9%), a także inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w listopadzie do 4,7% r/r wobec 4,5% w październiku. Ze względu na wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań dane o inflacji zrewidowaliśmy w górę nasz scenariusz inflacyjny (patrz poniżej).

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 54,4 pkt. wobec 53,8 pkt. w październiku, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (54,0 pkt.) i naszej prognozy (53,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień,



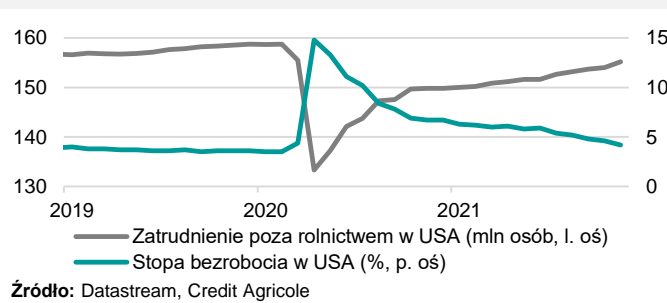
bieżącej produkcji i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dotyczących czasu dostaw i zatrudnienia. W danych na szczególną uwagę zasługuje odnotowany po raz pierwszy od sierpnia 2020 r. spadek zatrudnienia. Zgodnie z raportem w niektórych przedsiębiorstwach przeprowadzane były przymusowe zwolnienia, podczas gdy jednocześnie część firm zgłaszała trudności w znalezieniu nowych pracowników (por. MAKROpuls z 01.12.2021). Dane wskazują również, że w obliczu powszechnego wzrostu cen i oczekiwanej kontynuacji takiego trendu, firmy decydowały się na zakup towarów na szeroką skalę, aby zniwelować wpływ inflacji i niedoborów podaży w nadchodzących miesiącach. Wsparcie dla takiej oceny stanowi najsilniejszy w historii wzrost netto zapasów środków produkcji i półfabrykatów (por. MAKROpuls z 01.12.2021). Opublikowane w ubiegłym tygodniu wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie są spójne z naszą zrewidowanym w górę scenariuszem PKB w Polsce (patrz poniżej).

Dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do 5,3% r/r w III kw. wobec 11,2% r/r w II kw., kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (5,1%) zgodnego z opublikowanym wcześniej wstępnym szacunkiem GUS i naszą prognozą. 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 II kw. 2020 r. Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w III kw. do 2,3% wobec 1,8% w II kw., co wskazuje na przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Tym samym PKB ukształtował się w III kw. na poziomie o 3,1% wyższym niż przed wybuchem pandemii (IV kw. 2019 r.). Uwzględniając strukturę wzrostu gospodarczego, przyczyną spadku rocznej dynamiki PKB pomiędzy II kw. a III kw. były niższe wkłady spożycia prywatnego (2,7 pp. w III kw. wobec 7,2 pp. w II kw.), eksportu netto (-2,7 pp. wobec -0,3 pp.) oraz spożycia publicznego (0,1 pp. wobec 0,6 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady zapasów (3,7 pp. wobec 2,8 pp.) oraz inwestycji (1,5 pp. wobec 0,9 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. był przyrost zapasów, podczas gdy w II kw. było to spożycie prywatne. Warto odnotować, że średni 2-kwartalny wkład przyrostu zapasów do PKB był w III kw. br. najwyższy w historii dostępnych danych. Wysoki na tle historycznym wkład przyrostu zapasów wynikał z efektu niskiej ubiegłorocznej bazy oraz dokonywanej przez przedsiębiorstwa odbudowy zapasów w III kw. br. w celu zapewnienia ciągłości produkcji w warunkach utrzymujących się wąskich gardel w globalnych łańcuchach dostaw (por. MAKROPuls z 30.11.2021). Uwzględniając wyższe od oczekiwań dane o PKB w III kw., a także serię lepszych od oczekiwań danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w październiku zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę PKB w Polsce (patrz poniżej).




W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.

Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w listopadzie o 210 tys. wobec wzrostu o 546 tys. w październiku (rewizja w górę z 531 tys.) i ukształtowało się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 550 tys.) oraz naszej



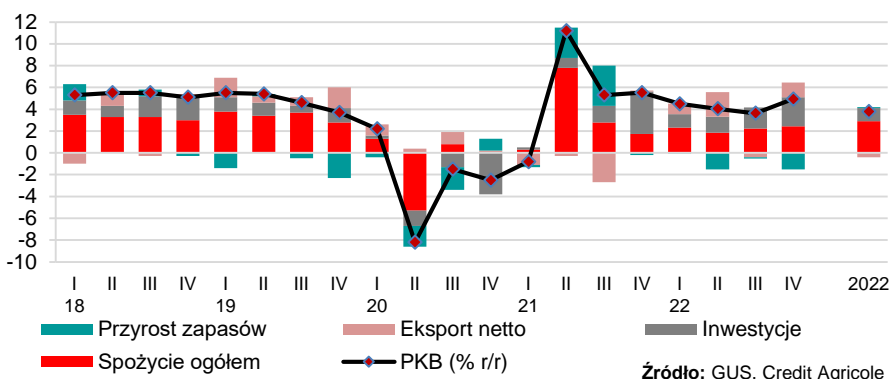
prognozy (wzrost o 600 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w usługach biznesowych (+90,0 tys.), transporcie i magazynowaniu (+49,7 tys.), przetwórstwie (+31,0 tys.) oraz budownictwie (+31,0 tys.). Najsilniejszy spadek zatrudnienia został natomiast odnotowany w handlu detalicznym (-20,4 tys.) i sektorze rządowym (-25,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w listopadzie do 4,2% wobec 4,6% w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (4,5%) i naszej prognozy (4,4%). Wyraźny spadek stopy bezrobocia wynikał z silniejszego wzrostu zatrudnienia od wzrostu zasobu siły roboczej. Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej zwiększył się w listopadzie do 61,8% wobec 61,6% w październiku, niemniej pozostaje nadal wyraźnie poniżej poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii (ok. 63,3%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy również liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która zwiększyła się do 222 tys. wobec 194 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (240 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków obniżyła się z 2,1 mln do 2,0 mln. Bezpośrednio przed wybuchem pandemii liczba kontynuowanych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wynosiła 1,7 mln. Dane wskazują tym samym, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy stopniowo poprawia się i znajduje się on coraz bliżej równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 61,1 pkt. wobec 60,8 pkt. w październiku i ukształtował się lekko powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (61,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla czasu dostaw i zapasów. Choć w przypadku indeksów dla zaległości produkcyjnych oraz cen odnotowano nieznaczny spadek, pozostają one na wysokich na tle historycznych poziomach, co sugeruje, że amerykańskie przetwórstwo cały czas mierzy się z problemem nadmiernego popytu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks ISM w usługach, który zwiększył się w listopadzie do 69,1 pkt. wobec

66,7 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (65,0 pkt.). Tym samym indeks osiągnął najwyższą wartość w historii. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 2 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej i zatrudnienia), podczas gdy wkłady składowych dla czasu dostaw oraz nowych zamówień nie zmieniły się. W danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost indeksu dla zapasów, który zwiększył się w listopadzie po raz pierwszy od maja br., choć nadal pozostaje on poniżej granicy 50 pkt. Wolniejszy spadek zapasów, będący efektem słabszego popytu, oddziałujący w kierunku zmniejszenia zamówień składanych przez firmy przyczynił się do niewielkiego spadku składowej dla cen dóbr pośrednich, niemniej nadal kształtuje się ona na wysokim na tle historycznym poziomie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks Conference Board, który zmniejszył się w listopadzie do 109,5 pkt. wobec 111,6 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (110,9 pkt.) oraz naszej prognozy (113,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wartości jego składowych dla oceny bieżącej sytuacji oraz oczekiwań. Czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych pozostaje utrzymująca się bardzo wysoka na tle historycznym inflacja.

-  **Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego scenariusza, zgodnie z którym PKB w USA zwiększy się w 2021 r. o 5,6% wobec spadku o 3,5% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 3,8%.** Dynamika PKB ukształtowała się w III kw. poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań ze względu na negatywny wpływ pandemii (w szczególności wariantu Delta koronawirusa) na aktywność gospodarczą. Październikowe i listopadowe dane wskazują jednak na ponowne przyspieszenie wzrostu gospodarczego na początku IV kw. Nasza prognoza wzrostu PKB na 2022 r. została zrewidowana w dół z uwagi na oddziaływanie wariantu Omikron koronawirusa oraz wysoką inflację, która będzie oddziaływała w kierunku spadku konsumpcji. Jednocześnie dostrzegamy rosnące ryzyko bardziej agresywnego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed polegającego na szybszym tempie wygaszania programu skupu aktywów, co stwarzałoby przestrzeń do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych już w połowie 2022 r.
-  **Zgodnie z wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w listopadzie do 4,9% r/r wobec 4,1% w październiku, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (4,4%) i naszej prognozy (4,6%).** Tym samym inflacja w strefie euro ukształtowała się na najwyższym poziomie w historii. Wzrost inflacji miał szeroki zakres i wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii, dóbr przemysłowych, żywności oraz usług. Inflacja bazowa zwiększyła się w listopadzie do 2,6% r/r wobec 2,0% w październiku, co jest jej najwyższym poziomem w historii. Podtrzymujemy naszą ocenę, że inflacja w strefie euro osiągnęła w listopadzie swoje maksimum i w kolejnych miesiącach będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym. Niemniej ze względu na wyższy punkt startowy zrewidowaliśmy naszą ścieżkę inflacji w strefie euro w górę. Obecnie oczekujemy, że w całym 2021 r. wyniesie ona 2,6% r/r wobec 0,3% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie ona do 3,0%. Uważamy, że inflacja w strefie euro spadnie poniżej poziomu 2% r/r dopiero pod koniec 2022 r.
-  **Indeks Caixin dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 49,9 pkt. wobec 50,6 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.).** Tym samym indeks ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zmniejszenie indeksu wynikało z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (zatrudnienia, nowych zamówień i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji i zapasów. W danych na szczególną uwagę zasługuje pierwszy od lipca br. wzrost produkcji, któremu zgodnie z raportem sprzyjało zmniejszenie zakłóceń w dostawie energii elektrycznej. Jednocześnie w listopadzie doszło do spadku zamówień, co respondenci tłumaczyli negatywnym wpływem zaostrożonych restrykcji administracyjnych ze względu na pogorszenie sytuacji epidemicznej w Chinach. Niższe zamówienia w połączeniu z wyższą produkcją doprowadziły do spadku do wyraźnego spowolnienia wzrostu cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak i produktów finalnych. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się w listopadzie do

50,1 pkt. wobec 49,2 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,6 pkt.). Choć w przeciwieństwie do indeksu Caixin PMI indeks CFLP PMI wskazał na poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie, to struktura danych okazała się bardzo zbliżona pomiędzy indeksami. Indeks CFLP PMI potwierdził bowiem wyraźne wyhamowanie tempa wzrostu cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak i produktów finalnych, co potwierdza osłabienie barier podażowych w chińskim przetwórstwie. Zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę wzrostu gospodarczego w Chinach. Obecnie oczekujemy, że dynamika PKB w Chinach w 2021 r. wyniesie 7,7% r/r wobec 2,3% w 2020 r., a w 2022 r. obniży się do 4,9% (odpowiednio 8,0% i 5,2% przed rewizją). Uważamy, że czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu gospodarczego w Chinach w kolejnych kwartałach pozostanie kryzys na chińskim rynku nieruchomości. Pozytywne dla wzrostu gospodarczego będzie natomiast oczekiwane przez nas po I kw. 2022 r. rozluźnienie restrykcji administracyjnych wprowadzonych w reakcji na wzrost liczby zakażeń koronawirusem w Chinach, a także poprawa chińskiego bilansu energetycznego wiosną 2022 r. (wzrost produkcji energii przy jednoczesnym obniżeniu popytu na energię).

Prognozy na lata 2021-2023



Źródło: GUS, Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz makroekonomiczny uwzględniający napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury oraz informacje dotyczące przebiegu pandemii COVID-19 (por. tabela na str. 9). Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB wyniesie 5,2% r/r w

2021 r. (poprzednio 4,9%), 4,3% w 2022 r. (wcześniej 4,7%) i będzie równe 3,8% w 2023 r.

Rewizja prognozy wzrostu gospodarczego w br. jest związana głównie z serią lepszych od oczekiwań danych opublikowanych w ostatnich tygodniach (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna za październik, PMI za listopad). W rezultacie podnieśliśmy naszą prognozę dynamiki PKB w IV kw. br. do 5,5% r/r, co w połączeniu z wyższą od oczekiwań dynamiką PKB w III kw. złożyło się na rewizję w górę średniorocznego tempa wzrostu w 2021 r. Ponadto nie zakładamy wprowadzenia przez rząd obostrzeń związanych z pandemią, które znacząco ograniczyłyby aktywność gospodarczą przed końcem br.

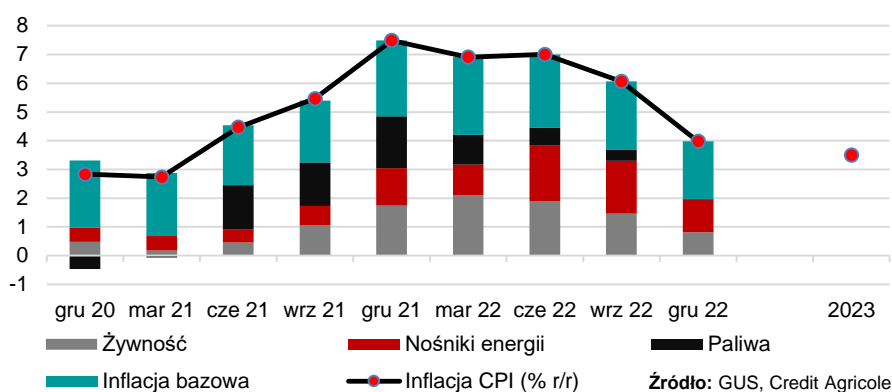
W 2022 r. będziemy obserwowali obniżenie tempa wzrostu gospodarczego. Będzie za to odpowiedzialne przede wszystkim ze spowolnienie konsumpcji związane z wysoką inflacją zmniejszającą siłę nabywczą konsumentów, wygasaniem odłożonego popytu oraz słabymi na tle historycznym nastrojami konsumentów. Czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w 2022 r. będzie również stopniowe wykorzystywanie przez przedsiębiorstwa zapasów nagromadzonych w br. (por. MAKROpuls z 30.11.2021).

Z kolei w przypadku inwestycji jesteśmy dosyć optymistyczni. Ważnym czynnikiem wsparcia dla publicznych nakładów na środki trwałe i wzrostu PKB będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy. Uważamy, że wykorzystanie środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy rozpocznie się w II poł. 2022 r. Podobnie, inwestycje przedsiębiorstw powinny zwiększać się dynamicznie w 2022 r. W warunkach wysokiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych i trudności w znalezieniu nowych pracowników, przedsiębiorstwa będą kładły coraz większy nacisk na automatyzację

procesu produkcji, korzystanie z bardziej kapitałochłonnych technik produkcji, co będzie wymagało nowych inwestycji.

Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach będziemy obserwowali ożywienie w światowym handlu i będzie ono prowadziło do utrzymania się wysokiego popytu na polski eksport. Wraz z oczekiwanym przez nas stopniowym ustępowaniem problemu wąskich gardeł w polskim i globalnym przetwórstwie, ożywienie eksportu utrzyma się. Szybki wzrost eksportu oraz inwestycji będzie wsparciem dla importu w 2022 r. Tym samym prognozujemy, że wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego w 2022 r. wyniesie zero.

Uważamy, że w 2023 r. wzrost gospodarczy ulegnie dalszej normalizacji. Efekty wysokiej bazy po stronie inwestycji będą stanowiły czynnik oddziałujący w kierunku obniżenia dynamiki PKB, z kolei wybory parlamentarne będą oddziaływały w kierunku zwiększenia transferów socjalnych i konsumpcji prywatnej, spożycia publicznego i inwestycji publicznych.

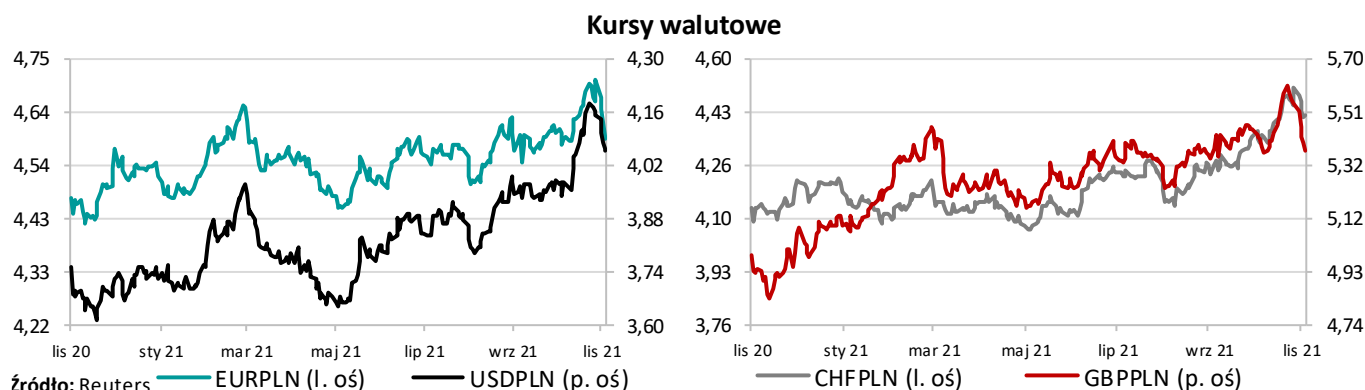


Zrewidowaliśmy również naszą prognozę inflacji. Uwzględniliśmy działania planowane przez rząd ukierunkowane na obniżenie cen nośników energii i paliw (tzw. Tarcza Antyinflacyjna). Zgodnie z naszymi szacunkami działania te obniżą inflację o ok. 1,1 pkt. proc. w I kw. 2022r. i o 0,2 pkt. w okresie kwiecień-maj 2022 r. Średniorocznie inflacja obniży się o ok. 0,3 pkt. proc.

w całym 2022 r. ze względu na uruchomienie Tarczy Antyinflacyjnej. Jej efekty będą jeszcze silniejsze jeśli rząd obniży stawkę podatku VAT na żywność zgodnie z wnioskiem skierowanym w ubiegłym tygodniu do Komisji Europejskiej. Jednocześnie inflacja w listopadzie ukształtowała się wyraźnie powyżej naszych oczekiwań (patrz powyżej). Głównym źródłem zaskoczenia była dużo wyższa dynamika cen żywności. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” zmniejszy się w 2021 r. do 3,1% r/r wobec 4,8% r/r w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie do 5,6% (odpowiednio 2,9% oraz 4,8% przed rewizją). Choć pełne dane o dynamice cen w tej kategorii poznamy dopiero wraz publikacją finalnych danych o inflacji 15 grudnia, to zakładamy, że silne przyspieszenie wzrostu cen żywności pomiędzy listopadem a grudniem miało szeroki zakres produktowy i było ono efektem silnej presji kosztowej obserwowanej w sektorze rolno-spożywczym (por. MAKROmapa z 08.11.2021). Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji w kilku najbliższych miesiącach będą niższe niż wcześniej zakładaliśmy ceny ropy na światowym rynku. Uważamy jednak, że ceny ropy zaczną ponownie rosnąć w I kw. 2022 r. wraz z sezonowym wygasaniem intensywności pandemii.

Podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym stopy procentowe zostaną podniesione o 50pb w grudniu i o kolejne 50pb w styczniu 2022 r. do poziomu 2,25%. Naszym zdaniem skala podwyżek stóp procentowych wyceniana obecnie przez rynki (do ponad 3% w horyzoncie kilku miesięcy) jest nadmierna. Podtrzymujemy również naszą prognozę kursu złotego przedstawioną w MAKROmapie z 29.11.2021. 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, a w 2023 r. będziemy obserwować jego spadek do 4,40 (por. tabela kwartałna). Czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy kursowej pozostaje szybsze od oczekiwań zacieśnianie polityki pieniężnej w USA (patrz powyżej).

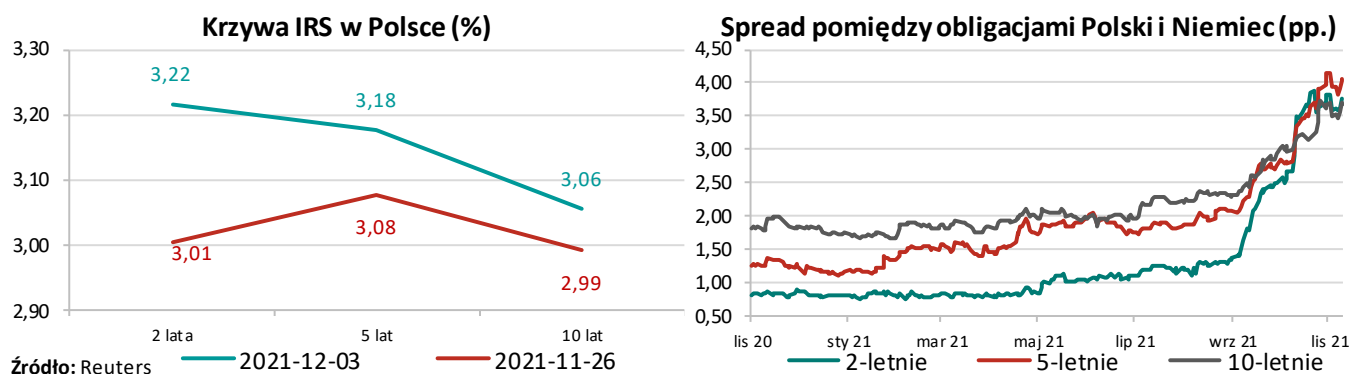
Znaczące umocnienie złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5906 (umocnienie złotego o 2,6%). Przez cały ubiegły tydzień kurs złotego pozostawał w wyraźnym trendzie aprecjacyjnym. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego była zmiana nastawienia prezesa NBP, który stwierdził, że inflacja nie jest przejściowa, jest uciążliwa i należy ją sprowadzić do minimalnych poziomów. Ponadto, pozytywny dla kursu polskiej waluty był artykuł w gazecie Financial Times, zgodnie z którym Polska jest bliska osiągnięcia porozumienia z Komisją Europejską w sprawie uruchomienia Krajowego Planu Odbudowy.

Opublikowane dzisiaj rano dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie są w naszej ocenie lekko pozytywne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie posiedzenie RPP. Uważamy, że jego wydźwięk będzie sprzyjał lekkiemu osłabieniu złotego. Negatywne dla kursu złotego będą również dane o inflacji w USA. Publikacje wstępnego indeksu ZEW dla Niemiec oraz danych o bilansie handlowym w Chinach nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek.

Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 3,215 (wzrost o 21 pb), 5-letnie do 3,175 (wzrost o 10 pb), a 10-letnie do 3,055 (wzrost o 6 pb). Wzrost stawek IRS po części wynikał z korekty po ich spadku dwa tygodnie temu związanym z pojawieniem się informacji o nowym wariantcie koronawirusa. Wzrost stawek IRS był również związany publikacją znacząco wyższych od oczekiwań danych o inflacji w Polsce oraz zmiany nastawienia prezesa NBP na bardziej jastrzębie (patrz powyżej). Nasilenie oczekiwań dotyczące podwyżek stóp koncentruje się na krótkim końcu krzywej. W rezultacie ponownie doszło do odwrócenia krzywej dochodowości. Z taką sytuacją mieliśmy już do czynienia w połowie listopada. Taki kształt krzywej oznacza, że w dłuższej perspektywie rynek wycenia korektę stóp procentowych w dół.

Czynnikiem sprzyjającym zwiększaniu się stawek IRS były również rosnące oczekiwania rynkowe na szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed.

Opublikowane dzisiaj rano dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie są lekko negatywne dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP. W naszej ocenie będzie ono sprzyjało spadkowi stawek IRS. Z kolei publikacja danych o inflacji w USA powinna przyczynić się do zwiększenia stawek IRS. Indeks ZEW dla Niemiec, jak również dane o chińskim bilansie handlowym nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	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	gru 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	0,50	1,25	1,75
Kurs EURPLN*	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,70
Kurs USDPLN*	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,12
Kurs CHFPLN*	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,48
Inflacja CPI (r/r, %)	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,6	13,1	8,7	7,8	9,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	11,8	13,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	18,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,3	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	1298	751	2034	652	71	1269	-531	-378	-1551	-1441	-1339	-1204		
Eksport (r/r, % EUR)	12,4	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	18,9	12,2	8,5		
Import (r/r, % EUR)	6,2	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	31,6	21,5	18,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2021				2022				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,8	11,2	5,3	5,5	4,5	4,0	3,6	4,9	5,2	4,3	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	0,1	13,1	4,7	3,1	3,0	2,3	2,9	3,7	5,2	3,0	3,8	
Inwestycje (% r/r)	1,7	5,6	9,3	18,4	9,8	9,9	11,8	11,5	10,7	11,0	6,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,3	29,2	8,6	8,9	13,7	13,8	10,3	9,8	13,4	11,9	8,1	
Import (ceny stałe, % r/r)	10,3	34,5	15,2	10,0	13,6	13,2	13,5	11,8	17,3	13,0	9,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	7,2	2,7	1,5	1,8	1,3	1,7	1,8	2,9	1,6	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,9	1,5	3,9	1,2	1,5	1,9	2,7	1,8	1,9	1,2
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,3	-2,7	0,1	1,0	1,2	-1,6	-0,5	-1,3	0,0	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	2,7	1,7	0,4	-0,8	-1,6	-1,6	-2,1	-1,4	-0,8	-1,4	-1,8	
Stopa bezrobocia (%)**	6,4	6,0	5,6	5,7	6,0	5,0	5,1	5,3	5,7	5,3	5,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,1	3,1	0,5	0,6	0,6	0,8	0,6	0,6	1,1	0,7	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,6	9,6	9,4	9,7	9,8	8,9	8,4	8,3	8,8	8,9	7,5	
Inflacja CPI (%)*	2,7	4,5	5,5	7,5	6,9	7,0	6,1	4,0	5,0	6,0	3,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25	1,75	2,25	2,25	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,70	4,65	4,60	4,60	4,60	4,70	4,60	4,40	
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,12	4,08	4,00	3,97	3,90	4,12	3,90	3,64	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA*	
				POPZEDNIA WARTOŚĆ	CA RYNEK**
Poniedziałek 06.12.2021 r.					
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	1,3	-0,5
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	18,3	15,9
Wtorek 07.12.2021 r.					
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Listopad	84,5	82,8
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-1,1	0,8
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	III kw.	3,7	3,7 3,7
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	III kw.	2,2	2,2 2,2
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	2,0	
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	31,7	25,3
Środa 08.12.2021 r.					
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Grudzień	1,25	1,75 1,75
Czwartek 09.12.2021 r.					
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	13,5	12,6
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	1,5	2,5
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	13,2	13,4
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	2,2	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	1,1	
Piątek 10.12.2021 r.					
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Grudzień		
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,9	0,8 0,7
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,6	0,5 0,5
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	67,4	68,0 67,0

* 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