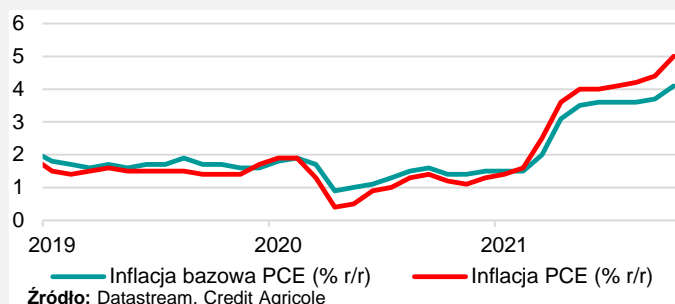


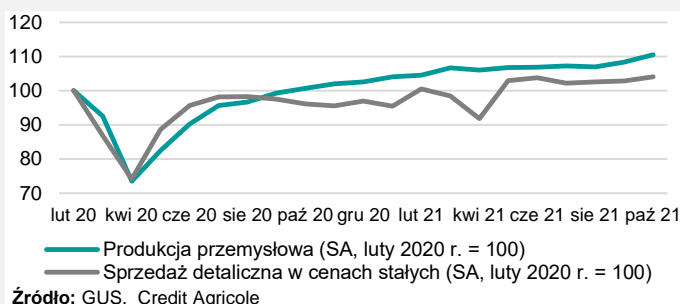
W tym tygodniu

W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. W czwartek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które naszym zdaniem zwiększyły się w listopadzie o 2,0% m/m wobec spadku o 0,4% w październiku z uwagi na wyższe zamówienia w firmie Boeing.

Oczekujemy, że inflacja bazowa PCE zwiększyła się do 4,5% r/r w listopadzie z 3,6% r/r w październiku i ukształtowała się na najwyższym poziomie od 1989 r. Uważamy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (752 tys. w listopadzie wobec 745 tys. w październiku) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,53 mln wobec 6,34 mln) wskażą na dalsze ożywienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (70,5 pkt. w grudniu wobec 67,4 pkt. w listopadzie) podobnie jak wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (112,0 pkt. wobec 109,5 pkt. w listopadzie) wskażą na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych, co będzie korektą po ich pogorszeniu w ubiegłym miesiącu. W tym tygodniu poznamy również finalny szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego (zannualizowane) tempo wzrostu PKB nie zmieniło się względem drugiego szacunku i wyniosło 2,1%. Uważamy, że wpływ publikacji danych z amerykańskiej będzie miał ograniczony wpływ na rynki finansowe.



Dzisiaj opublikowane zostaną dane o listopadowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 9,0% r/r wobec 7,8% w październiku. Do zwiększenia dynamiki produkcji przyczyniły się korzystne efekty kalendarzowe oraz poprawa koniunktury w przetwórstwie (por. MAKROpuls z 1.12.2021).



Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje powyżej konsensusu rynkowego (8,4%), tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

We wtorek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanej w Polsce. Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się w listopadzie o 18,8% r/r wobec wzrostu o 14,4% w październiku. W kierunku zwiększenia dynamiki nominalnej sprzedaży oddziaływał szybszy wzrost cen paliw i żywności oraz korzystne efekty kalendarzowe. Z kolei przeciwny wpływ miały słabe nastroje konsumenckie. Oczekujemy, że publikacja danych o sprzedaży detalicznej będzie pozytywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Zgodnie z finalnymi danymi GUS inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w listopadzie do 7,8% r/r wobec 6,8% w październiku, kształtując się powyżej wstępnego szacunku GUS (7,7%). Tym samym inflacja osiągnęła najwyższy poziom od grudnia 2000 r. i od 8 miesięcy pozostaje powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). W kierunku wzrostu inflacji

oddziaływało zwiększenie dynamiki żywności i napojów bezalkoholowych (6,4% r/r w listopadzie wobec 5,0% w październiku), nośników energii (13,6% wobec 10,5%), paliw (36,6% wobec 33,9%), a także inflacji bazowej, która zwiększyła się w listopadzie do 4,7% r/r wobec 4,5% w październiku i ukształtowała się na najwyższym poziomie od października 2001 r. Warto jednak zauważyć, że choć efekt odłożonego popytu wygasa źródłem presji popytowej w tych kategoriach pozostaje szybki wzrost funduszu płac (por. MAKROpuls z 15.12.2021). Inną przyczyną wzrostu inflacji bazowej jest efekt barier podażowych, który ze względu na mniejszą dostępność niektórych towarów podbija dynamikę cen m.in. w takich kategoriach jak „urządzenia gospodarstwa domowego”, „sprzęt wizualny, fotograficzny i informatyczny”, czy też „samochody osobowe”. Uwzględniając planowane działania rządu w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej (por. MAKROmapa z 12.06.2021) uważamy, że w IV kw. 2021 r. inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne. W I poł. 2022 r. pozostanie ona jednak na poziomie ok. 7% r/r. Silniejszego spadku inflacji oczekujemy dopiero w II poł. 2022 r., czemu sprzyjać będzie niższa inflacja bazowa oraz obniżenie dynamiki cen paliw, żywności, a pod koniec 2022 r. również nośników energii. Warto jednak zauważyć, że w całym horyzoncie naszej prognozy inflacja pozostanie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). Czynnikiem ryzyka dla naszej ścieżki inflacji jest jednak ogłoszona w ubiegłym tygodniu decyzja URE (Urząd Regulacji Energetyki) dotycząca nowych wyższych taryf na energię elektryczną oraz gaz. W konsekwencji dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza stóp procentowych, który zakłada jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych o 50pb w styczniu 2022 r., będącą jednocześnie ostatnią podwyżką w tym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej (por. MAKROpuls z 08.12.2021). Warto jednak zwrócić uwagę, że dodatkowym czynnikiem niepewności utrudniającym ocenę wpływu decyzji URE na ścieżkę inflacji jest prawdopodobna naszym zdaniem kalibracja tzw. Tarczy Antyinflacyjnej, która w tej sytuacji może zostać poszerzona lub wydłużona. Nasz zaktualizowany scenariusz inflacji oraz stóp procentowych przedstawimy w pierwszej styczniowej MAKROmapie.

➤ **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w październiku do -1791 mln EUR wobec -1339 mln EUR we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-970 mln EUR) i naszej prognozy (-1204 mln EUR).** Tym samym jest to 6 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 711 mln EUR, 91 mln EUR i 58 mln EUR niższe niż we wrześniu), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo dochodów pierwotnych (o 408 mln EUR wyższe niż we wrześniu). Jednocześnie w październiku obniżyła się zarówno dynamika eksportu (6,6% r/r w październiku wobec 12,2% we wrześniu), jak i importu (20,4% wobec 21,5%), co w znacznym stopniu wynikało z efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Zgodnie z komunikatem NBP czynnikiem ograniczającym spadek dynamiki importu są rosnące ceny surowców, w szczególności surowców energetycznych. Ubiegłotygodniowe dane stanowią lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w IV kw. do -0,8% wobec 0,4% w III kw. Utrzymujący się w ostatnich miesiącach wyraźny deficyt na rachunku obrotów bieżących jest – obok relatywnie niskiego na tle pozostałych krajów regionu poziom stóp procentowych w Polsce, zaostrenia sporu na linii Polska-UE, trudnej sytuacji epidemicznej w Polsce i napięć na granicy z Białorusią – czynnikiem negatywnym dla kursu złotego.

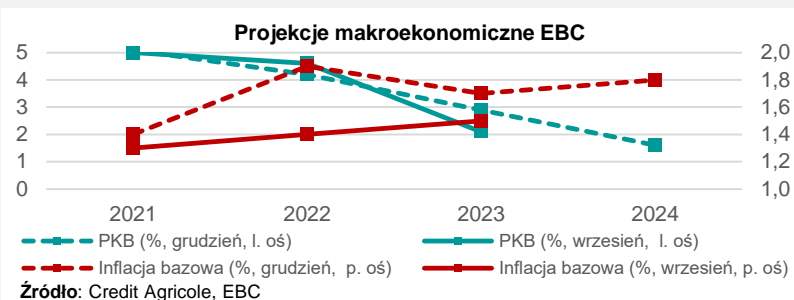
➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w listopadzie do 9,8% r/r wobec 8,4% w październiku.** Do znaczącego przyspieszenia wzrostu płac w ujęciu rocznym pomiędzy listopadem a grudniem przyczyniło się w pewnym stopniu przesunięcie wypłat zmiennych składników wynagrodzenia, które w wielu firmach wypłacane są zwykle w grudniu (por. MAKROpuls z 17.12.2021). Oczekujemy, że narastająca presja płacowa w najbliższych miesiącach będzie wsparciem dla rocznej dynamiki płac, która utrzyma się na poziomie zbliżonym do 10%. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w listopadzie do 0,7% r/r wobec 0,5% w październiku. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie

zwiększyło się w listopadzie o 12,6 tys. osób wobec wzrostu o 3,9 tys. w październiku. Mimo wyraźnego wzrostu zatrudnienia w listopadzie jego poziom był o 82,2 tys. osób niższy niż przed wybuchem pandemii, tj. w lutym 2020 r. Szybki wzrost zatrudnienia w listopadzie, następujący w warunkach sygnalizowanej przez firmy narastającej bariery w postaci braku wykwalifikowanych pracowników, jest czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia presji płacowej. Realna dynamika funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) wzrosła w listopadzie do 2,6% r/r wobec 2,0% w październiku i 4,4% w III kw. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy silnego obniżenia dynamiki konsumpcji do 3,1% r/r w IV kw. br. z 4,7% r/r w III kw. Oczekujemy, że czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu konsumpcji w IV kw. będzie również dalsze pogorszenie nastrojów konsumenckich spowodowane głównie przez silny wzrost inflacji i nasilenie pandemii.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Chin. Dane o produkcji przemysłowej (3,8% r/r w listopadzie wobec 3,5% w październiku), sprzedaży detalicznej (3,9% wobec 4,9%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (5,2% wobec 6,1%) wskazały na ogół na dalsze spowolnienie aktywności w chińskiej gospodarce. Choć w listopadzie odnotowano nieznaczne przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej wynikające z poprawy sytuacji podażowej na chińskim rynku energii, to zarówno dane o sprzedaży detalicznej jak i inwestycjach w aglomeracjach miejskich sygnalizują dalsze osłabienie popytu wewnętrznego w Chinach. Uważamy, że kolejne miesiące mogą przynieść dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach wraz z zaostrzeniem restrykcji administracyjnych związanych z walką z pandemią. Ponadto średniookresowym czynnikiem negatywnym dla wzrostu gospodarczego w Chinach pozostaje kryzys na rynku nieruchomości. W tej sytuacji uważamy, że Ludowy Bank Chin zdecyduje się w I poł. 2022 r. na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej obejmujące m.in. obniżenie stopy rezerw obowiązkowych, a także działania skoncentrowane na pobudzeniu akcji kredytowej w niektórych obszarach chińskiej gospodarki, w tym w sektorze nieruchomości. Towarzyszyć temu będą działania po stronie polityki fiskalnej mające na celu zmniejszenie obciążeń podatkowych dla wybranych obszarów aktywności chińskiej gospodarki (sektor mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, przetwórstwo, zielone inwestycje, infrastruktura). Oczekujemy, że dynamika PKB w Chinach zwiększy się w 2021 r. do 7,7% r/r wobec 2,3% w 2020 r., a w 2022 r. obniży się do 4,9%.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi

-0,50%). Jednocześnie EBC podtrzymał swoją wcześniejszą zapowiedź, że w marcu 2022 r. zostanie zakończony program aktywów PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). Jednocześnie EBC poinformował, że skala skupu aktywów w ramach programu PEPP będzie w I kw. 2022 r. niższa niż w IV kw. 2021 r. W IV kw. wynosiła ona ok. 70 mld EUR miesięcznie, stąd zakładamy, że zostanie ona obniżona do ok. 50-55 mld EUR miesięcznie. Oznacza to, że w ramach całego programu EBC skupi aktywa o łącznej wartości ok. 1 775 mld EUR wobec planowanych 1850 mld EUR. EBC jednocześnie wydłużył horyzont, w którym reinwestowane będą zapadające papiery w ramach programu PEPP z 2023 r. do 2024 r. EBC w swoim komunikacie zapowiedział, że w sytuacji wystąpienia negatywnych szoków związanych z pandemią program PEPP może zostać wznowiony, niemniej oceniamy takie prawdopodobieństwo jako niskie. EBC poinformował również, że wygaszeniu programu PEPP towarzyszyć będzie przejściowe



zwiększenie skali programu skupu aktywów APP (Asset Purchase Programme). Zgodnie z zapowiedzią EBC w III kw. i IV kw. 2022 r. wyniesie ona odpowiednio 40 mld EUR i 30 mld EUR miesięcznie, a następnie powróci do obecnego poziomu (20 mld EUR miesięcznie). EBC poinformował również, że specjalne warunki finansowania w ramach programu TLTRO III (targeted longer-term refinancing operations) skończą się w czerwcu 2022 r. Jednocześnie EBC dał do zrozumienia, że dopuszcza możliwość uruchomienia programu TLTRO. Uważamy, że miałyby on takie same warunki jak program TLTRO II (3-letnia zapadalność ze stopą procentową - 0,5%). Oczekujemy, że program zostanie ogłoszony w marcu lub w czerwcu, a pierwsza operacja zostanie przeprowadzona we wrześniu 2022 r. Co więcej, dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo, że EBC zdecyduje się na zwiększenie pułapu środków lokowanych przez banki komercyjne na rachunku bieżącym w EBC po oprocentowaniu 0,0% (tzw. tiering). W ubiegłym tygodniu EBC opublikował również wyniki swojej grudniowej projekcji ekonomicznej. Zgodnie z projekcją dynamika PKB w strefie euro wyniesie 5,1% r/r w 2021 r. (5,0% we wrześniowej projekcji), 4,2% w 2022 r. (4,6%), 2,9% w 2023 r. (2,1%) i 1,6% w 2024 r. Z kolei inflacja HICP ukształtuje się na poziomie 2,6% r/r w 2021 r. (2,2%), 3,2% w 2022 r. (1,7%), 1,8% w 2023 r. (1,5%) i 1,8% w 2024 r., przy czym inflacja bazowa wyniesie 1,4% r/r w 2021 r. (1,3%), 1,9% w 2022 r. (1,4%), 1,7% w 2023 r. (1,5%) oraz 1,8% w 2024 r. Tym samym warto zauważyć, że zgodnie z wynikami grudniowej projekcji zarówno inflacja ogółem, jak i inflacja bazowa w średnim okresie kształtują się nieznacznie poniżej celu inflacyjnego EBC. Tym samym wyniki projekcji, w połączeniu z grudniowymi zapowiedziami EBC dotyczącymi kalibracji polityki pieniężnej, stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp procentowych w strefie euro nastąpi nie wcześniej niż w 2026 r.

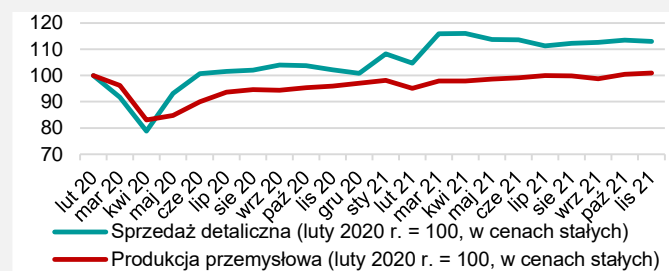
Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w grudniu do 53,4 pkt. wobec 55,4 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (54,0 pkt.) oraz naszej prognozy (54,2 pkt.). Spadek zagregowanego indeksu PMI wynikał z niższej składowej indeksu dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa składowa dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Spowolnienie aktywności w usługach wynikało z pogorszenia sytuacji epidemicznej w Europie. Z kolei do zwiększenia tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie, zgodnie z komunikatem, przyczyniło się stopniowe zmniejszanie się barier podażowych. Sygnały świadczące o słabnących barierach podażowych sprzyjały poprawie oczekiwań respondentów dotyczących przyszłej produkcji, co znalazło odzwierciedlenie w nieznacznym wzroście indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie roku. Grudniowy spadek zagregowanych indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w Niemczech, we Francji i pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 57,9 pkt. wobec 57,4 pkt. w listopadzie. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów jego składowych dla zatrudnienia, bieżącej produkcji i zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla nowych zamówień oraz czasu dostaw. W strukturze danych z Niemiec na szczególną uwagę zasługuje wolniejsze wydłużanie się czasu dostaw, któremu towarzyszyło niższe tempo wzrostu cen zarówno dóbr pośrednich jak i dóbr finalnych. Tym samym dane z Niemiec są kolejnym sygnałem świadczącym o stopniowym zmniejszaniu się barier podażowych. Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro zmniejszyła się w IV kw. do 54,3 pkt. wobec 58,4 pkt. w III kw. Dane PMI stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro obniży się w IV kw. do 1,1% wobec 2,2% w III kw., a w całym 2021 r. PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się o 5,2% wobec spadku o 6,4% w 2020 r.

Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zmniejszył się w grudniu do 94,7 pkt. wobec 96,6 pkt. w listopadzie, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (95,4 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu

sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w usługach, handlu i budownictwie, podczas gdy nastroje w przetwórstwie poprawiły się. Jest to spójne z odnotowanym w grudniu wzrostem indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa (patrz powyżej). Uwzględniając opublikowane w ubiegłym tygodniu indeksy PMI dla Niemiec oraz sytuację epidemiczną w tym kraju i związane z nią obostrzenia (por. COVID Dashboard) dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 2,7% wobec spadku o 4,6% w 2020 r., a w 2022 r. zwiększy się o 4,2%.

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Zgodnie z oczekiwaniami Fed ogłosił dwukrotne przyspieszenie tempa wygaszania prowadzonego przez siebie skupu aktywów (tzw. *tapering*). Tym samym skala miesięcznych zakupów obligacji skarbowych będzie ograniczana o 20 mld USD miesięcznie, a skala zakupów MBS (*mortgage-backed securities*) o 10 mld USD miesięcznie. W konsekwencji Fed będzie w stanie zakończyć program już w marcu 2022 r. (poprzednie tempo wygaszania programu oznaczało jego zakończenie w czerwcu). Jednocześnie Fed powtórzył swoją zapowiedź, że może odpowiednio dostosować tempo ograniczania skupu aktywów w zależności od sytuacji ekonomicznej. Przy obecnym tempie ograniczania skupu uważamy, że jego dalszego przyspieszenie jest jednak mało prawdopodobne. Treść komunikatu po posiedzeniu wskazuje, że Rezerwa Federalna jest coraz bardziej zaniepokojona wzrostem inflacji, którego nie uważa już za zjawisko przejściowe. Fed opublikował również swoją grudniową projekcję makroekonomiczną. Zgodnie z grudniową projekcją dynamika PKB wyniesie 5,5% w 2021 r. (5,9% we wrześniowej projekcji), 4,0% w 2022 r. (3,8%), 2,2% w 2023 r. (2,5%), 2,0% w 2024 r. (2,0%) oraz 1,8% w długim okresie (1,8%). Zgodnie z grudniową projekcją stopa bezrobocia wyniesie 4,3% w 2021 r. (4,8% we wrześniowej projekcji), 3,5% w 2022 r. (3,8%), 3,5% w 2023 r. (3,5%) oraz 3,5% w 2024 r. (3,5%). Jednocześnie Fed utrzymał szacowaną przez siebie stopę bezrobocia naturalnego na poziomie 4,0%. W górę zrewidowane zostały natomiast ścieżki inflacji: 5,3% w 2021 r. (4,2%), 2,6% w 2022 r. (2,2%), 2,3% w 2023 r. (2,2%), 2,1% w 2024 r. (2,1%) oraz inflacji bazowej: 4,4% w 2021 r. (3,7%), 2,7% w 2022 r. (2,3%), 2,3% w 2023 r. (2,2%), 2,1% w 2024 r. (2,1%). W grudniowej projekcji na szczególną uwagę zasługuje wzrost mediany dla oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. Wskazuje ona, że w 2022 r. oczekują oni podwyżek stóp procentowych o łącznej skali 75pb (we wrześniu mediana wskazywała na jedną podwyżkę stóp procentowych o 25pb), w 2023 r. podwyżek o łącznej skali 75pb (75pb we wrześniowej projekcji), a w 2024 r. podwyżek o łącznej skali 50pb (75pb we wrześniowej projekcji). Taka skala podwyżek oznaczałaby, że docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2024 r. wyniósłby [2,00%; 2,25%], czyli 37,5pb wyżej niż we wrześniowej projekcji. Na konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell podkreślił, że stopy nie zostaną podniesione przed zakończeniem programu skupu aktywów. J. Powell nie powtórzył jednak swojej zapowiedzi, że zakończenie programu skupu aktywów nie jest równoznaczne z podwyżką stóp procentowych. Uwzględniając wyniki grudniowej projekcji oraz wypowiedzi J. Powella dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp procentowych w USA (o 25pb) nastąpi dopiero w IV kw. 2022 r.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki. W zeszłym tygodniu poznaliśmy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która zwiększyła się do 206 tys. wobec 188 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (195 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków zmniejszyła się z 1,8 mln do 2,0 mln. Bezpośrednio przed wybuchem pandemii liczba



Źródło: Datastream, Credit Agricole

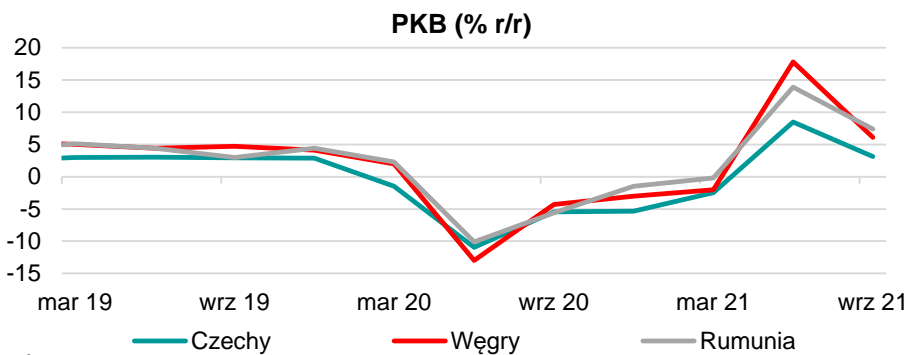
kontynuowanych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wynosiła 1,7 mln. Dane stanowią wsparcie dla naszej oceny, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy stopniowo poprawia się i znajduje się on coraz bliżej równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się w listopadzie do 0,5% wobec 1,7% w październiku, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (0,7%). W kierunku jej obniżenia oddziaływała niższa dynamika produkcji we wszystkich jej głównych kategoriach: dostarczaniu mediów, górnictwie oraz przetwórstwie. Obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy październikiem i listopadem wynikało z ustąpienia efektu niskiej bazy związanego z negatywnym wpływem huraganu Ida na aktywność w amerykańskim przemyśle. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w listopadzie do 76,8% wobec 76,5% w październiku i tym samym jest już one zbliżone do poziomów sprzed pandemii (ok. 77%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się w listopadzie do 0,3% wobec 1,8% w październiku, co było poniżej oczekiwań rynku (0,8%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży spadła w listopadzie do 0,3% wobec 1,8% w październiku. Obniżenie dynamiki sprzedaży detalicznej odnotowano w większości kategorii. Listopadowe dane wskazują na wygasanie efektów realizacji odłożonego popytu oraz wydawania środków przekazanych gospodarstwom domowym w ramach pakietu fiskalnego Bidena, które podbijały dynamikę sprzedaży detalicznej w poprzednich miesiącach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. pozwoleń na budowę (1712 tys. w listopadzie wobec 1653 tys. w październiku) oraz rozpoczętych budów (1679 tys. wobec 1502 tys.), które wskazały na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Mieszanych informacji dotyczących sytuacji w przetwórstwie dostarczyły z kolei regionalne wskaźniki koniunktury NY Empire State (31,9 pkt. w grudniu wobec 30,9 pkt. w listopadzie) oraz Philadelphia Fed (15,4 pkt. wobec 39,0 pkt.). Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym PKB w USA zwiększy się w 2021 r. o 5,6% r/r wobec spadku o 3,5% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 3,8%.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB). SNB utrzymał swoją główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (-0,75%), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W komunikacie zaznaczono, że ekspansywna polityka pieniężna jest konieczna dla zapewnienia stabilności cen oraz wsparcia ożywienia gospodarczego. Jednocześnie SNB w swoim komunikacie zwrócił uwagę, że kurs franka szwajcarskiego pozostaje wysoki. W konsekwencji, jeśli zajdzie taka potrzeba, SNB jest skłonny interweniować na rynku walutowym. SNB opublikował także swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne. SNB oczekuje, że w 2021 r. szwajcarski PKB zwiększy się o ok. 3,5% (bez zmian względem wrześniowej projekcji), a w 2022 r. wzrośnie o ok. 2%. Ze względu na wzrost cen dóbr importowanych, w szczególności ropy naftowej, oraz wyższe ceny niektórych dóbr spowodowane narastającymi barierami podażowymi podniesiona została również ścieżka inflacji. Zgodnie z grudniową projekcją inflacja wyniesie 0,6% w 2021 r. (0,5% we wrześniowej projekcji), 1,0% w 2022 r. (0,7%) oraz 0,6% w 2023 r. (0,6%). Prognozujemy, że kurs CHFPLN na koniec 2021 r. wyniesie 4,48, a na koniec 2022 r. obniży się do 4,18.

Prognozy makroekonomiczne dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Czechy	2,3	4,2	4,0	3,8	5,5	2,5
Węgry	6,4	4,3	4,0	5,1	4,9	3,0
Rumunia	6,8	5,3	4,9	5,0	7,2	3,8

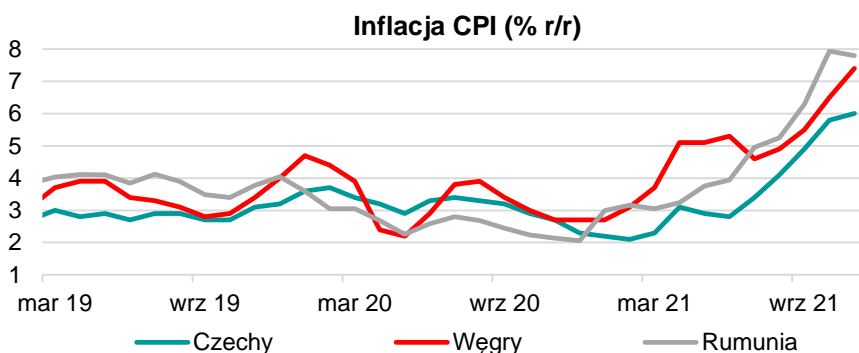
Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2021-2023 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).



Średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach EŚW-3 kształtują się podobnie jak w Polsce (por. MAKROmapa z 6.12.2021). W III kw. obserwowaliśmy znaczący spadek rocznych dynamik PKB ze względu na ustąpienie efektów niskiej bazy sprzed roku. Wzrost gospodarczy był jednocześnie nadal wspierany przez realizację odłożonego popytu przez gospodarstwa domowe.

Źródło: Datastream, Credit Agricole

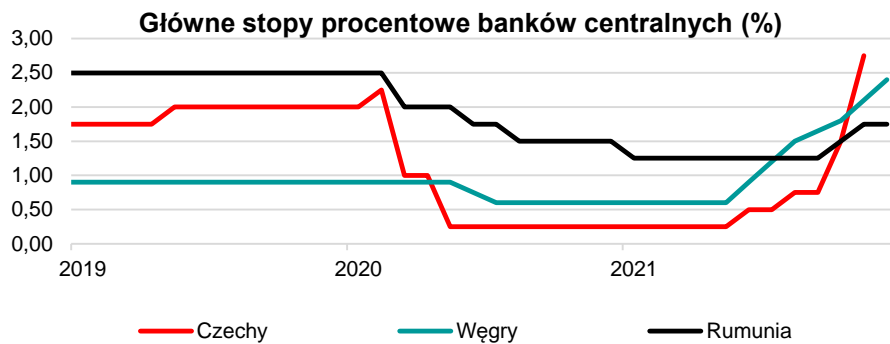
Silny popyt krajowy napędzał import, co w warunkach utrzymujących się wąskich gardel w światowym handlu ograniczających wzrost eksportu przyczyniło się do negatywnego wkładu eksportu netto w III kw. we wszystkich trzech krajach. Nasze prognozy dotyczące IV kw. br. i I kw. 2022 wciąż charakteryzują się podwyższoną niepewnością związaną z wykryciem wariantu Omikron oraz intensywnością obostrzeń wprowadzonych przez poszczególne rządy, które będą miały negatywny wpływ na tempo wzrostu konsumpcji i PKB. W tym zakresie, szczególnie niekorzystnie wyglądają perspektywy dla Rumunii, gdzie odsetek populacji zaszczepiony co najmniej jedną dawką (41%) jest wyraźnie niższy niż w pozostałych krajach regionu (56-64%). W 2022 r. ważnym czynnikiem wsparcia dla wzrostu PKB w krajach regionu będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy. Obserwowane obecnie opóźnienia w przyjęciu węgierskiego Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską stanowią istotny czynnik ryzyka w dół dla ścieżki wzrostu gospodarczego w tym kraju. Podtrzymujemy naszą ocenę, że ożywienie w światowym handlu będzie kontynuowane w najbliższych kwartałach i będzie ono prowadziło do utrzymania się wysokiego popytu na eksport krajów EŚW-3. Wraz z oczekiwanym przez nas stopniowym ustępowaniem problemu wąskich gardel w globalnym przetwórstwie ożywienie eksportu utrzyma się. Prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego w 2022 r. wyniesie 4,2% r/r w Czechach, 5,3% w Rumunii i 4,3% na Węgrzech wobec odpowiednio 2,3%, 6,8% i 6,4% w 2021 r. W 2023 r. będziemy obserwowali dalszą normalizację wzrostu gospodarczego. Oczekujemy, że średniorocznie dynamika PKB wyniesie w 2023 r.: 4,0% w Czechach i na Węgrzech oraz 4,9% w Rumunii.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Perspektywy inflacyjne wyglądają podobnie we wszystkich krajach regionu. Obecnie inflacja w każdym z nich kształtuje się znacząco powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego banku centralnego. Szybki wzrost cen wspierany jest przez efekty niskiej bazy sprzed roku, ograniczenia podaży, podwyżki rekompensujące firmom utracone

obroty w trakcie lockdownu oraz realizację odłożonego popytu przez gospodarstwa domowe. Dodatkowym czynnikiem proinflacyjnym są wysokie ceny paliw i innych nośników energii. W przypadku każdego kraju oczekujemy, że jeszcze przez kilka miesięcy inflacja pozostanie w trendzie wzrostowym. Następnie, z uwagi na wygasanie wspomnianych wyżej efektów oraz antyinflacyjny wpływ zacieśnienia polityki pieniężnej, inflacja zacznie się obniżać. W przeciwieństwie do Polski, rządy innych krajów regionu nie wprowadziły działań na wzór Tarczy Antyinflacyjnej polegających na obniżce stawki akcyzy i podatku od paliw i nośników energii. Rząd Rumunii uchwalił natomiast rekompensaty za zużycie gazu i prądu, jednak są one neutralne z punktu widzenia inflacji, gdyż nie mają one wpływu na poziom cen. Prognozujemy, że inflacja wyniesie średniorocznie 5,5% w Czechach oraz 7,2% w przypadku Rumunii i 4,9% na Węgrzech, a w 2023 r. obniży się do odpowiednio 2,5%, 3,8% i 3,0%.



Z uwagi na podobne perspektywy makroekonomiczne polityka pieniężna realizowana przez poszczególne banki centralne w regionie EŚW-3 jest do siebie zbliżona – każdy z nich stopniowo podnosi stopy procentowe. Bankiem wykazującym najmniejszą awersję do inflacji jest Narodowy Bank Rumunii (NBR), który jeszcze do niedawna prowadził politykę

wait-and-see i utrzymywał niezmienny poziom stóp procentowych. Dopiero w październiku i listopadzie stopa procentowa została każdorazowo podniesiona o 25pb i osiągnęła poziom 1,75%. Biorąc pod uwagę fakt, że prognozowana przez NBR inflacja przekroczy 8,5% na koniec II kw. 2022 r. uważamy, że zacieśnianie polityki pieniężnej w tym kraju będzie kontynuowane. Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną podniesione o 50pb w I kw. 2022 r. i kolejne 25pb w II kw. do poziomu 2,5% i cykl zostanie zakończony. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie relatywnie stabilny w przedziale 4,91-4,95 do końca 2023 r.

W obliczu wysokiej inflacji Narodowy Bank Węgier (MNB) utrzymuje dosyć jastrzębie nastawienie. MNB zwraca uwagę nie tylko na bieżący poziom inflacji, lecz również na ryzyko nadmiernego wzrostu cen w kolejnych kwartałach odwołując się głównie do ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Od maja br. główna stopa procentowa została podniesiona już o 180pb do 2,40%. Zgodnie z wypowiedziami B. Viraga, wiceprezesa MNB bank centralny będzie kontynuował cykl zacieśniania polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Ponadto, w przypadku MNB, ważnym czynnikiem determinującym zmiany w polityce pieniężnej jest kształtowanie się kursu EURHUF z uwagi na jego wpływ na inflację. Od rozpoczęcia cyklu zacieśniania podwyżek forint umocnił się względem euro tylko o ok. 3%. Oczekujemy, że w I kw. 2022 MNB podniesie główną stopę procentową jeszcze dwukrotnie po 30pb do 3,0% i zakończy cykl. Podwyżkom głównej stopy procentowej będzie również towarzyszyć wzrost oprocentowania 1-tygodniowego depozytu oferowanego przez MNB bankom komercyjnym. Wraz z zacieśnianiem polityki pieniężnej oczekujemy stopniowego umocnienia forinta z zasięgiem 350 za euro na koniec 2022 r. i 340 na koniec 2023 r.

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)								
	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
Czechy	3,25	3,50	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75
Węgry	2,40	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50
Rumunia	1,75	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50

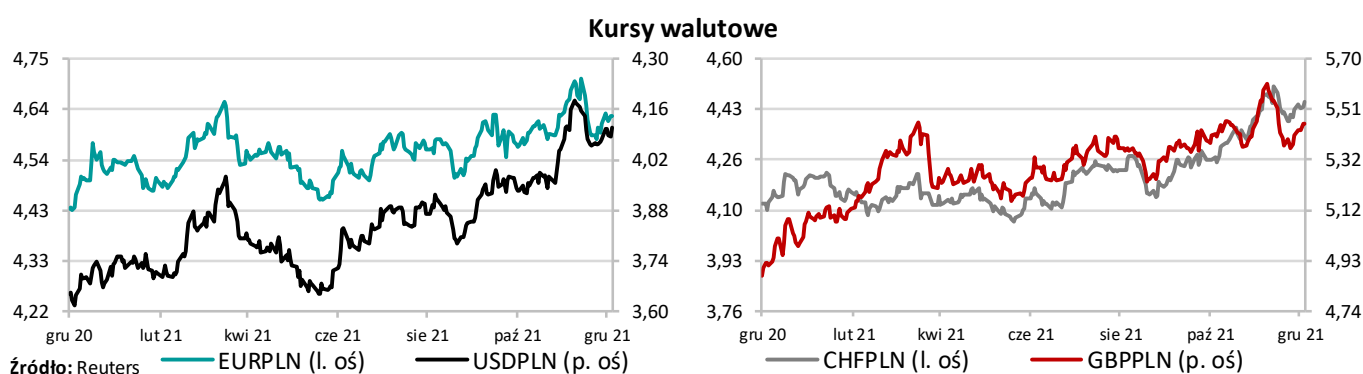
	Kursy walutowe								
	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
EURCZK	25,4	25,2	25,0	24,9	24,8	24,7	24,7	24,7	24,7
EURHUF	365	360	355	355	350	345	340	340	340
EURRON	4,95	4,95	4,95	4,95	4,95	4,94	4,93	4,92	4,91

Źródło: Credit Agricole

W ostatnich miesiącach Narodowy Bank Czech (CNB) realizował zaostrenie polityki pieniężnej zapowiedziane na początku roku, podwyższając stopy procentowe łącznie o 2,25%. Zgodnie z listopadową projekcją CNB przeciętny poziom dwutygodniowej stopy repo w I kw. br. wyniesie 3,23%, co sygnalizuje jeszcze zacieśnienie polityki pieniężnej o 50pb. Uważamy jednak, że inflacja będzie zaskakiwała CNB w górę (jak to już miało miejsce w listopadzie br.), a tym samym łączna skala podwyżek będzie większa i

wyniesie 75pb z czego 50pb zrealizuje się już na posiedzeniu w grudniu br. W rezultacie dwutygodniowa stopa repo ukształtuje się na poziomie 3,50% na koniec marca 2022 r. i znajdzie się powyżej nominalnej stopy procentowej równowagi szacowanej przez CNB na poziomie 3,00%. Uważamy, że w II poł. 2022 r. CNB obniży stopy procentowe o 25pb i o kolejne 25pb w I kw. 2023 r., co będzie spójne z projekcją makroekonomiczną banku centralnego. Oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej będzie sprzyjało umocnieniu korony względem euro. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 24,8 na koniec 2022 r. i 24,7 na koniec 2023 r.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą umocnić złotego

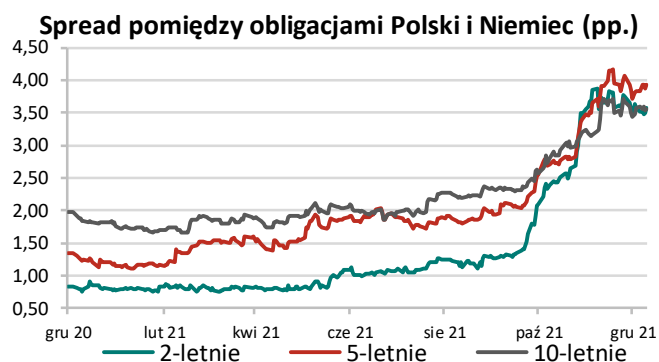
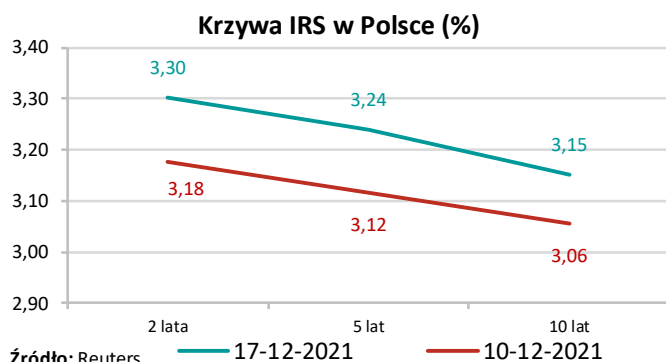


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6313 (osłabienie złotego o 0,3%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN charakteryzował się niską zmiennością i kształtował się lekko powyżej poziomu 4,60. Publikacje licznych krajowych danych (bilans płatniczy, finalna inflacja oraz zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Bez istotnego wpływu na kurs EURPLN były również decyzje głównych banków centralnych (Fed i EBC).

Z większą zmiennością mieliśmy natomiast do czynienia w przypadku kursu EURUSD. Środowa decyzja Rezerwy Federalnej o zwiększeniu tempa wygaszania programu skupu aktywów, a także publikacja jastrzębiej projekcji ekonomicznej członków FOMC doprowadziła do przejściowego umocnienia dolara względem euro. Czwartkowe posiedzenie EBC również oddziaływało w kierunku podwyższonej zmienności kursu EURUSD. Z jednej strony EBC zacieśnił politykę pieniężną poprzez zapowiedź wycofywania poszczególnych instrumentów, których celem było pobudzenie aktywności w warunkach szoku pandemicznego, z drugiej strony wydźwięk posiedzenia sugeruje, że w kolejnych kwartałach będzie narastać dysparytet stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro. W ubiegłym tygodniu doszło również do przejściowego umocnienia funta brytyjskiego względem euro po nieoczekiwanej decyzji Banku Anglii o podwyżce stóp procentowych.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszych wyższych od konsensusu rynkowego prognoz mogą one sprzyjać umocnieniu złotego. Zaplanowane na ten tydzień liczne publikacje danych z USA (trzeci szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, inflacja PCE, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały istotnego wpływu na notowania polskiej waluty.

Dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w Polsce w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 3,30 (wzrost o 12pb), 5-letnie do 3,24 (wzrost o 12pb), a 10-letnie do 3,15 (wzrost o 7pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS widocznego szczególnie na krótkim końcu krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku wzrostu rentowności na rynkach bazowych oddziaływał jastrzębi wydzwiek posiedzeń głównych banków centralnych (Fed, EBC). Krajowe dane bilansie płatniczym, inflacji oraz zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu nie miały istotnego wpływu na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, które naszym zdaniem mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień liczne publikacje danych z USA (trzeci szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, inflacja PCE, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) 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	kwí 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	7,8	
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	4,7	
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	9,8	
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	0,7	
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	-1791		
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	6,6		
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	20,4		

* 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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 20.12.2021 r.						
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	11,8	13,6	13,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	7,8	9,0	8,4
Wtorek 21.12.2021 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	14,4	18,8	16,8
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	-6,8		-8,0
Środa 22.12.2021 r.						
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	8,6	9,3	9,0
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	2,1	2,1	2,1
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	6,34	6,53	6,50
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	109,5	112,0	110,0
Czwartek 23.12.2021 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Listopad	5,5	5,5	5,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	206		
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe użytku (% m/m)	Listopad	-0,4	2,0	1,5
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,7	0,5	
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Listopad	5,0	5,7	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Listopad	4,1	4,5	4,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Listopad	745	752	767
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	70,4	10,5	70,4

* 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