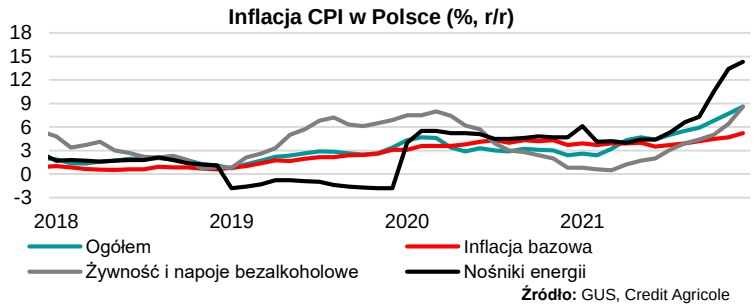
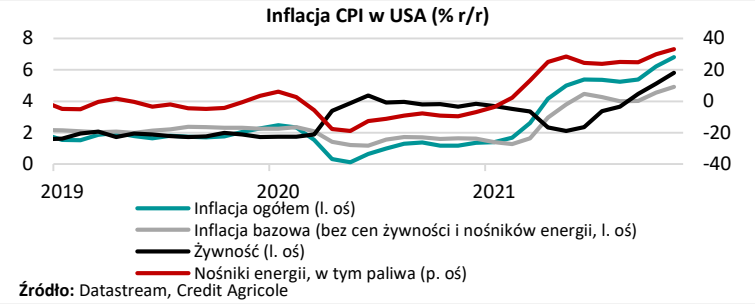
W tym tygodniu

- **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o grudniowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że tempo wzrostu cen ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (8,6% r/r wobec 7,8% w listopadzie). W kierunku wzrostu inflacji w grudniu oddziaływało zwiększenie dynamiki cen żywności, nośników energii oraz wyższa inflacja bazowa. Publikacja finalnych danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.



Źródło: GUS, Credit Agricole

- **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w listopadzie.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do -1368 mln EUR wobec -1791 mln EUR w październiku. Prognozujemy, że wzrost został odnotowany zarówno w przypadku dynamiki eksportu (11,7% w listopadzie wobec 6,6% w październiku,) jak i importu (25,4% wobec 20,4%). W kierunku zwiększenia dynamiki eksportu i importu w listopadzie oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Uważamy, że publikacja danych o bilansie płatniczym będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w grudniu do 7,1% r/r wobec 6,8% w listopadzie, do czego przyczynił się silny wzrost inflacji bazowej. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,1% m/m w grudniu wobec wzrostu o 0,3% m/m w listopadzie. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wolniejszego wzrostu sprzedaży ogółem była niższa sprzedaż samochodów oraz paliw. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,1% m/m w grudniu wobec 0,5% w listopadzie, co będzie spójne opublikowanymi w ubiegłym tygodniu danymi nt. rynku pracy (patrz poniżej). Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zmniejszyła się nieznacznie do 70,0 pkt. w styczniu wobec 70,6 pkt. w grudniu, co będzie odzwierciedlać utrzymujący się wzrost inflacji w USA oraz pogorszenie sytuacji epidemicznej w tym kraju. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz dane z USA nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.



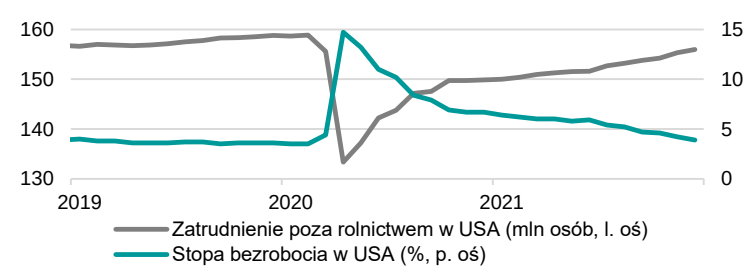
Źródło: Datastream, Credit Agricole

- **W piątek poznamy dane nt. bilansu handlowego w Chinach.** Prognozujemy, że saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się nieznacznie do 72,0 mld USD w grudniu wobec 71,7 mld USD w listopadzie. Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się w grudniu do 20,2% r/r wobec 22,0% w listopadzie, a dynamika importu spadła do 29,4% r/r wobec 31,7%. Utrzymującej się wysokiej dynamice importu sprzyjał zwiększony import surowców energetycznych, a także rosnące ceny dóbr importowanych. Publikacja danych z Chin będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

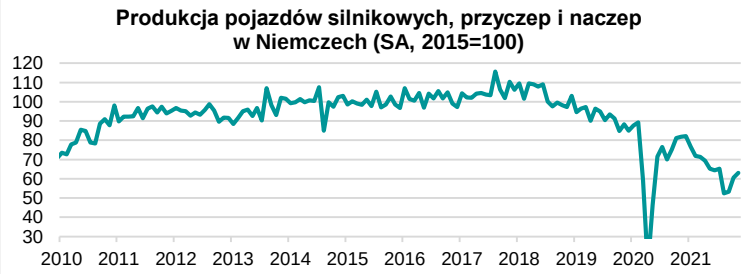
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w grudniu do 8,6% r/r wobec 7,8% w listopadzie, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (8,3%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe", „nośniki energii" oraz „paliwa". W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki żywności i napojów bezalkoholowych (8,6% r/r w grudniu wobec 6,4% w listopadzie), nośników energii (14,3% wobec 13,4%), paliw (32,9% wobec 36,6%), a także inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w grudniu do 5,2% r/r wobec 4,7% w listopadzie. Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja zwiększy się w 2022 r. do 7,4% z 5,1% w 2021 r.
- **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych.** Stopa referencyjna NBP wzrosła z 1,75% do 2,25%. Skala podwyżki stóp była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Rada podtrzymała deklarację, że jej decyzje w kolejnych miesiącach będą nadal nakierowane na obniżenie inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie, przy uwzględnieniu kształtowania się sytuacji koniunkturalnej, tak aby zapewnić średniookresową stabilność cen, a jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy po globalnym szoku pandemicznym. Rada, podobnie jak w grudniu, uzależniła skalę łącznego zacieśnienia monetarnego od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego, w tym perspektyw sytuacji na rynku pracy (por. MAKROpuls z 04.01.2022). Treść komunikatu po styczniowym posiedzeniu, w połączeniu z wypowiedziami prezesa NBP A. Glapińskiego podczas środowej konferencji prasowej wskazują na gotowość RPP do dalszego i stopniowego zacieśnienia polityki pieniężnej i jednoczesne ,akceptowanie przez Radę długotrwałego utrzymywania się inflacji powyżej celu inflacyjnego. Tym samym stanowią one wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP podniesie stopę referencyjną NBP o 50 pb i 25 pb odpowiednio w lutym i marcu 2022 r. i zakończy cykl podwyżek stóp procentowych. Wsparcie dla naszego scenariusza stóp procentowych stanowi również ubiegłotygodniowa zapowiedź rządu dotycząca obniżenia stawki podatku VAT na paliwa z 23% do 8%, co byłoby czynnikiem zniechęcającym NBP do silniejszego zacieśniania polityki pieniężnej.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC.** W dokumencie znalazły się dwie ważne informacje dotyczące perspektyw polityki pieniężnej w USA. Po pierwsze, członkowie FOMC uważają na ogół, że Rezerwa Federalna będzie musiała „wcześniej rozpocząć podnoszenie stóp procentowych lub podnosić stopy procentowe szybciej" niż początkowo oczekiwali. Po drugie, w grudniu członkowie FOMC rozpoczęli dyskusję nt. bilansu Fed. Część członków FOMC uważa, że Rezerwa Federalna powinna rozpocząć jego zmniejszanie (czyli przestać reinwestować środki z zapadających papierów skupionych w ramach programu luzowania ilościowego) „relatywnie szybko", po tym jak zacznie podnosić stopy procentowe. Jastrzębi wydźwięk *Minutes* stanowi istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp procentowych w USA nastąpi w IV kw. 2022 r., a w konsekwencji ryzyko w dół dla naszego scenariusza kursu EURUSD zakładającego jego wzrost do 1,18 na koniec 2022 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w grudniu o 199 tys. wobec wzrostu o 249 tys. w listopadzie (rewizja w górę ze 210 tys.) i ukształtowało się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 400 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w turystyce i rekreacji (+53,0 tys.), usługach biznesowych (+43,0 tys.) oraz przetwórstwie (26,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w grudniu do 3,9% wobec 4,2% w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (4,1%). Wyraźny spadek stopy bezrobocia wynikał ze spadku liczby bezrobotnych przy jednoczesnym wzroście zatrudnienia. Współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniósł 61,9%, a tym samym 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 207 tys. wobec 200 tys. dwa tygodnie temu. Tym samym od kilku tygodni kształtuje się ona na poziomach zbliżonych do 200 tys. Z kolei liczba kontynuowanych wniosków zwiększyła się z 1,7 mln do 1,8 mln. Warto jednak zauważyć, że są to wartości zbliżone do tych odnotowywanych bezpośrednio przed wybuchem pandemii. Dane wskazują tym samym, że amerykański rynek pracy znajduje się coraz bliżej równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w grudniu do 58,7 pkt. wobec 61,1 pkt. w listopadzie i ukształtował się poniżej oczekiwań rynku (60,1 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla czasu dostaw, zapasów, bieżącej produkcji i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższy wkład składowych dla zatrudnienia. W danych na szczególną uwagę zasługuje silny spadek indeksu dla cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, który wskazuje, że ceny rosły w grudniu najwolniej od listopada 2020 r. W naszej ocenie jest to kolejny sygnał świadczący o stopniowym zmniejszaniu się barier podażowych w światowej gospodarce (por. indeks Caixin PMI dla Chin oraz dane o produkcji przemysłowej w Niemczech). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks ISM w usługach, który zmniejszył się w grudniu do 62,0 pkt. wobec 69,1 pkt. w listopadzie, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (66,9 pkt.). Pogorszenie koniunktury w sektorze usług w znacznym stopniu wynikało ze wzrostu liczby zakażeń koronawirusem w USA (por. COVID Dashboard). Podtrzymujemy nasza prognozę, zgodnie z którym PKB w USA zwiększył się w 2021 r. o 5,6% r/r wobec spadku o 3,5% w 2020 r. Jednocześnie, uwzględniając brak poparcia Senatu dla nowego pakietu wydatkowego Bidena dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2022 r. i w 2023 r. amerykański PKB wzrośnie odpowiednio o 3,8% i 2,3%.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w listopadzie o 0,2% m/m wobec wzrostu o 2,4% w październiku, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+1,0%). W efekcie produkcja przemysłowa w Niemczech ukształtowała się w listopadzie na poziomie o 13,7% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Niższa dynamika produkcji przemysłowej wynikała ze zmniejszenia dynamiki produkcji we wszystkich jej głównych kategoriach: przetwórstwie, energetyce i budownictwie. W ubiegłym tygodniu opublikowane



Źródło: Datastream, Credit Agricole

zostały również dane o zamówieniach w przetwórstwie, które zwiększyły się w listopadzie o 3,7% m/m wobec spadku o 5,8% w październiku (rewizja w górę z -6,9%). W konsekwencji zamówienia w niemieckim przetwórstwie ukształtowały się w listopadzie na poziomie o 6,6% wyższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Źródłem wzrostu zamówień były wyższe zamówienia eksportowe, podczas gdy zamówienia krajowe obniżyły się. Z kolei wyższe zamówienia zagraniczne były efektem wyższych zamówień zarówno ze strefy euro jak i krajów spoza obszaru wspólnej waluty. Produkcja nienadążająca za nowymi zamówieniami wskazuje na utrzymujące się bariery podażowe w niemieckiej gospodarce. Warto jednak zwrócić uwagę, że od trzech miesięcy w Niemczech utrzymuje się wzrost produkcji w branży motoryzacyjnej, czyli w branży, gdzie bariery podażowe miały szczególnie silny wpływ na aktywność. W połączeniu z ubiegłotygodniowymi danymi z chińskiego i amerykańskiego przetwórstwa może wskazywać to na pierwsze oznaki słabnących barier podażowych w światowej gospodarce. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, który zmniejszył się w listopadzie do 10,9 mld EUR wobec 12,4 mld EUR, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (12,7 mld EUR). Spadek został odnotowany również w przypadku dynamiki eksportu (1,7% wobec 4,2%) oraz importu (3,3% wobec 5,2%), co wskazuje na lekkie spowolnienie wzrostu aktywności w niemieckim handlu zagranicznym. Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Niemczech wzrósł w 2021 r. o 2,7% wobec spadku o 4,6% w 2020 r.

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w grudniu do 5,0% r/r wobec 4,9% w listopadzie, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (4,7%) i naszej prognozy (4,9%).** Tym samym inflacja w strefie euro ukształtowała się na najwyższym poziomie w historii. Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen żywności i dóbr przemysłowych, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe dynamiki cen energii i usług. Inflacja bazowa nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 2,6% r/r, pozostając na najwyższym poziomie w historii. Uważamy, że inflacja w strefie euro osiągnęła w grudniu swoje maksimum i w kolejnych miesiącach będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym. Oczekujemy, że w całym 2022 r. wyniesie ona 3,7% r/r wobec 2,6% w 2021 r., a w 2023 r. spadnie ona do 1,6%. Uważamy, że inflacja w strefie euro spadnie poniżej poziomu 2% r/r dopiero pod koniec 2022 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy indeks Caixin dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się w grudniu do 50,9 pkt. wobec 49,9 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (50,0 pkt.).** Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów jego składowych dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. W strukturze danych na uwagę zasługuje pierwszy od kwietnia 2020 r. spadek cen dóbr finalnych. Jednocześnie tempo wzrostu cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji było w grudniu najniższe od maja 2020 r. W naszej ocenie są to kolejne sygnały świadczące o stopniowym słabnięciu barier podażowych w chińskim przetwórstwie, co ze względu na rolę Chin w międzynarodowych łańcuchach dostaw będzie sprzyjać ich słabnięciu również na innych rynkach. Mimo lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w chińskim przetwórstwie, dostrzegamy istotne prawdopodobieństwo jej pogorszenia na początku br. ze względu na zaostrzenie polityki antysmogowej wraz ze zbliżającymi się zimowymi igrzyskami olimpijskimi w Pekinie (4-20 lutego br.). Prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach zwiększyła się w 2021 r. do 7,7% r/r wobec 2,3% w 2020 r., a w 2022 r. obniży się do 4,9%.

Obniżka VAT na żywność przyczyni się do zwiększenia inflacji

Pod koniec ubiegłego roku premier M. Morawiecki zapowiedział przejściowe obniżenie stawki VAT na „podstawowe artykuły żywnościowe" od „lutego na co najmniej pół roku" do zera. Jest to jedno z działań rządu mających na celu zmniejszenie inflacji, która zgodnie ze wstępnymi danymi GUS wyniosła w grudniu 8,6% r/r wobec 7,8% w listopadzie (patrz powyżej). Skuteczność tego sposobu ograniczania inflacji zależeć będzie jednak od tego, w jakim stopniu zerowe stawki VAT na podstawowe artykuły żywnościowe znajdą odzwierciedlenie w ich cenach detalicznych. Przedmiotem poniższej analizy jest próba odpowiedzi na to pytanie.

Przejściowe obniżki stawek podatku VAT są dość nowym narzędziem polityki fiskalnej. Podczas gdy istnieje szereg badań nt. wpływu trwałych zmian stawek podatku VAT na ceny, to badań analizujących przejściowe zmiany stawek podatku VAT jest stosunkowo niewiele. Na podstawie przeglądu literatury wyodrębniliśmy kilka najważniejszych czynników, które wpływają na skalę efektu przeniesienia zmiany stawek podatku VAT na ceny detaliczne:

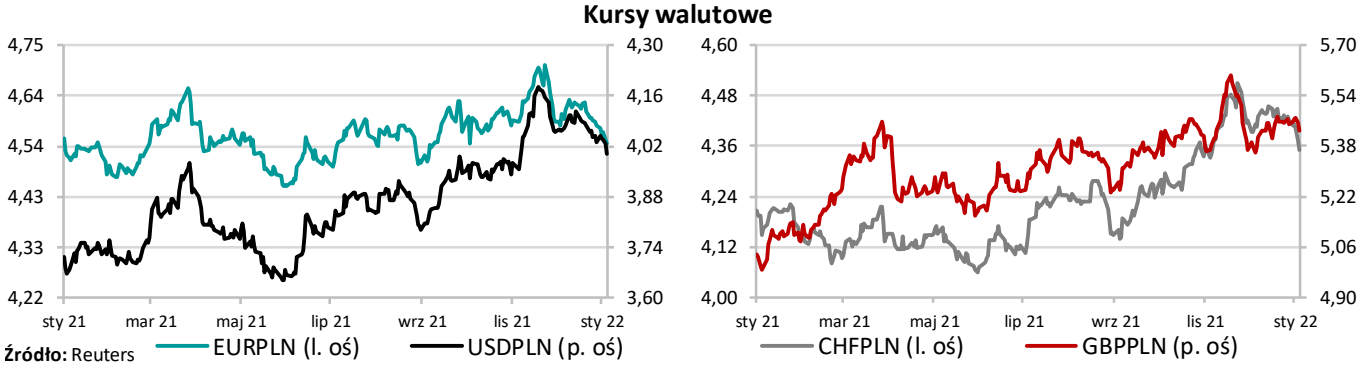
- **Sytuacja rynkowa oraz cel przejściowej zmiany stawek podatku VAT.** Do tej pory przejściowe obniżki stawek podatku VAT stosowane były jako narzędzie mające na celu pobudzenie popytu, a nie obniżenie inflacji (m.in. przejściowa obniżka VAT w Wielkiej Brytanii w latach 2008-2009 oraz w Niemczech w 2020 r.). Badania wskazują, że w sytuacji, w której firmy zmagają się z niedostatecznym popytem są one w stanie w większym stopniu obniżyć ceny swoich produktów ze względu na zmniejszenie stawki podatku VAT, a następnie nie są skłonne do silnych podwyżek cen, gdy stawki VAT powrócą do pierwotnego poziomu. Warto jednak zwrócić uwagę, że obecnie sytuacja rynkowa jest inna. Firmy mają do czynienia z szybkim wzrostem popytu na swoje produkty, a jednocześnie mają do czynienia z dużą presją kosztową. W tej sytuacji można naszym zdaniem oczekiwać odwrotnej reakcji firm niż wskazuje literatura: słabszego przeniesienia obniżki VAT na ceny, a później silniejszego podniesienia cen ze względu na jego podwyżkę do pierwotnego poziomu.
- **Wysokość marż.** Badania wskazują, że firmy charakteryzujące się relatywni niskimi marżami mają tendencję do asymetrycznej reakcji na przejściową obniżkę VAT, czyli do słabszego przeniesienia obniżki VAT na ceny, a później silniejszego podniesienia cen ze względu na jego podwyżkę do pierwotnego poziomu. W ten sposób próbują one wykorzystać przejściową obniżkę stawki podatku VAT do podniesienia swoich marż. Podstawowe artykuły żywnościowe charakteryzują się relatywnie niską wartością dodaną, a w konsekwencji niskimi marżami. W efekcie sugeruje to silną asymetryczną reakcję na przejściową obniżkę VAT po stronie firm.
- **Konkurencja na danym rynku i dostęp do informacji.** Badania wskazują, że skala przenoszenia obniżki VAT na ceny jest słabsza w kategoriach, w których mamy do czynienia z niską konkurencją i mniejszym dostępem do informacji rynkowej. Jednocześnie w tych kategoriach mamy później do czynienia z relatywnie silniejszym wzrostem cen w reakcji na przywrócenie stawki podatku VAT do pierwotnego poziomu. Warto zwrócić uwagę, że w Polsce mamy dość dużą koncentrację handlu detalicznego. Wsparcie dla takiej oceny stanowią dane GUS za 2020 r., zgodnie z którymi sklepy o powierzchni sprzedażowej powyżej 99 m^2 miały 59,4% udział w całkowitej powierzchni sprzedażowej sklepów w Polsce. Przy takiej strukturze handlu detalicznego sieci handlowe są w stanie wykorzystywać swoją pozycję rynkową do zwiększania rentowności sprzedaży. Ponadto, w przypadku produktów żywnościowych porównywanie cen tych samych produktów pomiędzy sklepami jest o wiele trudniejsze niż w przypadku dóbr trwałego użytku, gdzie istotna część handlu koncentruje się w Internecie. Co więcej, nawet stwierdzenie różnic w cenie tego samego produktu żywnościowego pomiędzy sklepami nie zawsze jest wystarczającym argumentem do zrobienia części zakupów w innym sklepie. Są to kolejne czynniki sugerujące słabsze przeniesienia obniżki

VAT na ceny żywności, a później silniejsze podniesienie cen ze względu na jego podwyżkę do pierwotnego poziomu.

Przedstawione wyżej wnioski są spójne z przyjętymi przez nas założeniami, że obniżka VAT na podstawowe artykuły żywnościowe (zakładamy, że będą to produkty objęte 5% stawką podatku VAT oraz cukier, gdzie stawka podatku VAT wynosi 8%) nie znajdzie pełnego odzwierciedlenia w ich cenach detalicznych (por. MAKROmapa z 03.01.2022). Uwzględniając utrzymującą się obecnie silną presję kosztową w sektorze rolno-spożywczym i handlu detalicznym (rosnące ceny surowców rolnych, energii, transportu opakowań i pracy) oraz jego charakterystyki uważamy, że dystrybutorzy żywności będą częściowo starali się wykorzystać obniżkę VAT do podniesienia swojej rentowności. Stąd na podstawie przeglądu literatury założyliśmy, że na ceny zostanie przeniesione tylko 50% planowanej obniżki VAT i efekt ten rozłoży się na dwa miesiące, ponieważ uczestnicy rynku będą dostosowywać swoją strategię cenową do działań konkurencji. Ze względu na wspomnianą wyżej presję kosztową uważamy, że późniejsza podwyżka stawek podatku VAT do ich pierwotnego poziomu będzie miała silniejszy wpływ na ceny detaliczne niż ich wcześniejsza obniżka. Na podstawie przeglądu literatury założyliśmy, że na ceny zostanie przeniesione 90% podwyżki VAT do pierwotnych stawek i podobnie jak w przypadku obniżki efekt ten rozłoży się na dwa miesiące. Innymi słowy, w przypadku produktu kosztującego 10,50 zł brutto (przy 5% stawce VAT) w warunkach pełnego przeniesienia obniżki stawki VAT do zera jego cena spadłaby do 10,00 zł (-4,8%). Zakładamy jednak, że zrealizuje się jedynie 50% z tego spadku, czyli cena obniży się do 10,25 zł (-2,4%). Oznacza to, że cena netto wzrośnie z 10,00 zł do 10,25 zł. Następnie, po wzroście stawki VAT do pierwotnego poziomu na ceny zostanie przeniesione 90% tej podwyżki. Czyli ceny zamiast o 5% wzrosną o 4,5%. Czyli ostatecznie cena brutto analizowanego produktu wyniesie 10,71 zł (wzrost o 2,0% w porównaniu do początkowej ceny). Nasze założenia zakładają większą asymetrię mechanizmu przenoszenia przejściowej obniżki stawki podatku VAT na ceny niż szacowaliśmy dwa tygodnie temu, do czego skłoniły nas ubiegłotygodniowe wstępne dane o inflacji, sygnalizujące silniejszą od naszych oczekiwań presję kosztową w sektorze rolno-spożywczym i handlu (patrz wyżej).

Z naszej analizy wynika, że ceny detaliczne artykułów żywnościowych, które zostaną objęte przejściową obniżką stawek VAT do zera, finalnie ukształtują się na wyższym poziomie niż w sytuacji, gdyby takiej przejściowej podwyżki VAT nie było. Z punktu widzenia dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oznacza to, że w 2021 r. będzie ona o 0,3 pkt. proc. niższa, a w 2023 r. o 2,1 pkt. proc. wyższa niż w sytuacji, w której przejściowa obniżka VAT nie byłaby wprowadzona. Uwzględniając wagę żywności w koszyku inflacyjnym GUS, przejściowa obniżka stawek podatku VAT na żywność pozwoli zmniejszyć inflację o 0,1 pkt. proc. w 2022 r. kosztem jej zwiększenia o 0,6 pkt. w 2023 r. Nasz zrewidowany scenariusz inflacji, uwzględniający również zapowiedzianą w ubiegłym tygodniu przez premiera przejściową obniżkę stawki podatku VAT na paliwa z 23% do 8%, przedstawimy w najbliższej MAKROmapie.

Dane o inflacji w USA kluczowe dla złotego



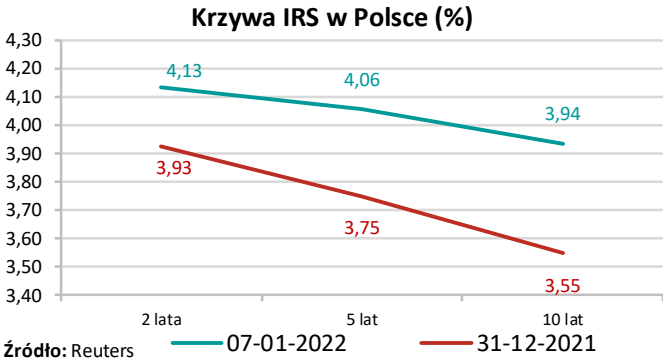
Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5447 (umocnienie złotego o 0,8%). Przez cały zeszły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. Z najsilniejszym obniżeniem kursu EURPLN mieliśmy do czynienia z czwartek, w święto Trzech Króli, pod nieobecność krajowych inwestorów. Publikacja wyższych od oczekiwań krajowych danych o inflacji nie miała istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

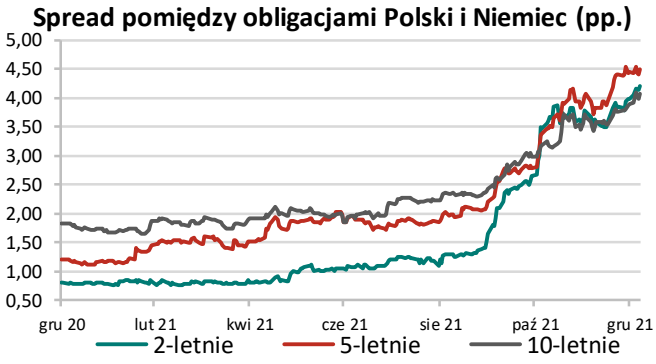
Z punktu widzenia kursu EURUSD szczególnie ważne były dwa wydarzenia. W środę doszło do umocnienia dolara względem euro, czemu sprzyjał jastrzębi wydźwięk *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC. Z kolei w piątek mieliśmy do czynienia z przejściowym osłabieniem dolara względem euro po publikacji wyraźnie słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja danych o inflacji w USA. W przypadku realizacji naszej zgodnej z konsensusem rynkowym prognozy uważamy, że dane nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Pozostałe dane z USA, jak również zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z Polski i Chin, będą naszym zdaniem neutralne dla kursu złotego.

Dalszy silny wzrost stawek IRS



Źródło: Reuters



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,13 (wzrost o 20pb), 5-letnie do 4,06 (wzrost o 31pb), a 10-letnie do 3,94 (wzrost o 39pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku wzrostu rentowności na rynkach bazowych oddziaływały obawy inwestorów przed szybszym zacieśnianiem polityki pieniężnej przez główne banki centralne w warunkach obserwowanego obecnie silnego wzrostu inflacji. W ubiegłym tygodniu zostały one dodatkowo wzmocnione przez jastrzębi wydźwięk *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC. Jednocześnie nadal utrzymuje się odwrócony kształt krzywej dochodowości. Oznacza to, że w dłuższej perspektywie rynek wycenia korektę stóp procentowych w dół.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na środę publikacja danych o inflacji w USA. Uważamy jednak, że nie będzie miała ona istotnego wpływu na stawki IRS. Neutralne dla krzywej będą najprawdopodobniej również pozostałe dane z USA, a także zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z Polski oraz Chin.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	sty 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	2,25
Kurs EURPLN*	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,58	**4,57**
Kurs USDPLN*	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,03	**4,04**
Kurs CHFPLN*	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,42	**4,39**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	**8,6**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	**5,2**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,6	13,1	8,7	7,6	15,3	**15,0**	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,2	**13,3**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	21,2	**20,3**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	**8,9**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	**0,7**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,3	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	**5,4**	
Saldo ROB (mln EUR)	751	2034	652	71	1269	-531	-378	-1551	-1441	-1339	-1791	**-1368**		
Eksport (r/r, %, EUR)	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	18,9	12,2	6,6	**11,7**		
Import (r/r, %, EUR)	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	31,6	21,5	20,4	**25,4**		

* 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	7,0	4,5	4,0	3,6	4,9	5,7	4,3	3,8
Konsumpcja (%, r/r)	0,1	13,1	4,7	6,9	3,0	2,3	2,9	3,7	5,9	3,0	3,8
Inwestycje (%, r/r)	1,7	5,6	9,3	18,4	9,8	9,9	11,8	11,5	10,3	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	12,8	11,9	8,1
Import (ceny stałe, %, r/r)	10,3	34,5	15,2	13,9	13,6	13,2	13,5	11,8	17,6	13,0	9,3
Wkłady do wzrostu PKB: Spożycie prywatne (pp.)	0,0	7,2	2,7	3,4	1,8	1,3	1,7	1,8	3,3	1,6	2,1
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	0,2	0,9	1,5	3,9	1,2	1,5	1,9	2,7	1,7	1,9	1,2
Wkłady do wzrostu PKB: Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,3	-2,7	-1,8	1,0	1,2	-1,6	-0,5	-1,5	0,0	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	2,7	1,8	0,7	-0,8	-1,6	-1,6	-2,1	-1,4	-0,8	-1,4	-1,8
Stopa bezrobocia (%)**	6,4	6,0	5,6	5,4	5,6	5,3	5,1	5,3	5,4	5,3	5,3
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,1	3,1	2,7	1,5	0,6	0,8	0,6	0,6	1,8	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	7,7	8,2	8,1	7,7	5,7	5,1	7,4	3,5
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,54	3,13	3,13	3,13	3,13	2,54	3,13	3,13
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	3,00	3,00	3,00	3,00	1,75	3,00	3,00
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,58	4,65	4,60	4,60	4,60	4,58	4,60	4,40
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,03	4,08	4,00	3,97	3,90	4,03	3,90	3,64

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 10.01.2022 r.				
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Styczeń	13,5		12,0
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	7,3		7,2
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Listopad	1,2		1,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Listopad	2,2		
		Środa 12.01.2022 r.				
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	12,9		11,1
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	2,3		1,8
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	1,1		0,3
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Grudzień	0,8	0,4	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Grudzień	0,5	0,5	0,5
		Czwartek 13.01.2022 r.				
14:00	**Polska**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)**	**Listopad**	**-1791**	**-1368**	**-1860**
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	207		
		Piątek 14.01.2022 r.				
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Grudzień	71,7	72,0	73,4
10:00	Niemcy	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	2021	-5,0	2,7	2,7
10:00	**Polska**	**Inflacja CPI (% r/r)**	**Grudzień**	**7,8**	**8,6**	**8,6**
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,3	0,1	0,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,5	0,1	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Grudzień	76,8		77,0
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	70,6	70,0	70,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Listopad	1,2		1,2

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

** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

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

Jakub OLIPRA
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.