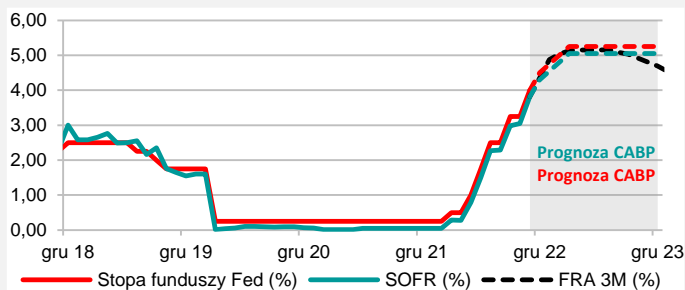


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.

Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych o 50pb, a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [4,25%, 4,50%]. Taka decyzja byłaby

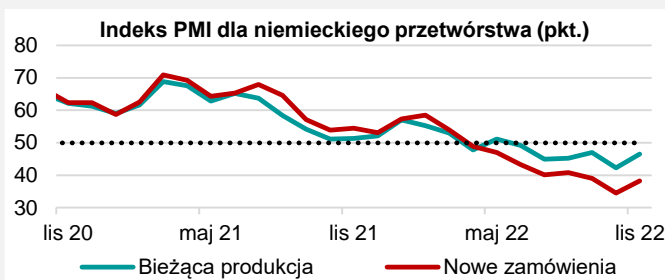
spójna z konsensem rynkowym i wyceną kontraktów terminowych. Dużo ważniejsze od samej decyzji Fed będą informacje zawarte w komunikacie dotyczące oczekiwanego tempa zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach i docelowego poziomu stóp procentowych (tzw. *forward guidance*). Więcej informacji w tym zakresie dostarczy również grudniowa projekcja makroekonomiczna członków Fed. Oczekujemy, że docelowy poziom stóp procentowych zostanie podniesiony o 50pb do [5,00%, 5,25%] wobec [4,50%, 4,75%] we wrześniowej projekcji. Jednocześnie uważamy, że prognozy inflacji i tempa wzrostu gospodarczego nie zostaną istotnie zrewidowane. Uważamy, że konferencja po posiedzeniu FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Oczekujemy, że Fed podniesie stopy procentowe jeszcze o 50pb w lutym i 25pb w marcu a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [5,00%, 5,25%].



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że EBC podniesie stopy procentowe o 50pb, co będzie zgodne z konsensem rynkowym. Uważamy, na konferencji po posiedzeniu EBC prawdopodobnie pojawią się informacje ze strony Ch. Lagarde dotyczące tempa zacieśniania polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Oczekujemy, że EBC podniesie stopy procentowe jeszcze o 50pb w lutym i 25pb w marcu. Wówczas główna stopa procentowa osiągnie docelowy poziom 3,25%, a stopa depozytowa 2,75%. Po posiedzeniu poznamy również wyniki grudniowej projekcji makroekonomicznej EBC. Uważamy, że tempo wzrostu gospodarczego w 2023 r. zostanie zrewidowane nieznacznie w dół, podczas gdy oczekiwana w przyszłym roku inflacja zostanie znacząco podniesiona w porównaniu do prognozy opublikowanej we wrześniu. Uważamy, że konferencja po posiedzeniu EBC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Dostrzegamy ryzyko, że EBC podniesie stopy procentowe o 75pb w tym tygodniu. Materializacja takiego scenariusza byłaby negatywna dla kursu złotego i cen polskiego długu.

W piątek opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w grudniu do 48,0 pkt. wobec 47,8 pkt. w listopadzie. Tym samym byłby to już drugi miesiąc z rzędu, w którym



Źródło: Markit, Credit Agricole

częściowo powiązaną z ustępowaniem zakłóceń w łańcuchach dostaw. Niemniej jednak indeksy PMI pozostaną nadal na relatywnie niskim poziomie. Inwestorzy oczekują także lekkiego wzrostu indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 46,5 pkt. w grudniu z 46,2 pkt. w listopadzie). Kluczową informacją w raporcie PMI będzie

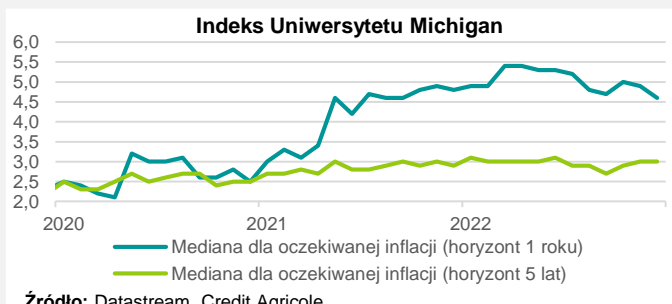
- ocena przedsiębiorstw dotycząca wpływu szoku gazowego na ich działalność. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Naszym zdaniem inflacja ogółem zmniejszyła się w listopadzie do 7,3% r/r wobec 7,7% w październiku, do czego przyczynił się spadek dynamiki inflacji bazowej do 6,0% r/r z 6,3% w październiku. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w listopadzie o 0,1% m/m wobec wzrostu o 1,3% w październiku, z uwagi na efekty wysokiej bazy i pogorszenie nastrojów konsumenckich. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w listopadzie do 0,0% m/m wobec -0,1% w październiku, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i będą neutralne dla rynków finansowych.
 - **W czwartek opublikowane zostaną istotne dane z Chin.** Prognozujemy, że produkcja przemysłowa spowolniła do 3,5% r/r w listopadzie z 5,0% w październiku, dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się do -4,2% r/r z -0,5% w październiku, a wzrost inwestycji w aglomeracjach miejskich spowolnił nieznacznie do 5,5% r/r w listopadzie z 5,8% w październiku. Dane potwierdzą zatem, że chińska gospodarka pozostaje pod negatywnym wpływem restrykcji administracyjnych wprowadzonych w celu ograniczenia rozprzestrzeniania się pandemii COVID-19. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
 - **W środę poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 2060 mln EUR wobec 1561 mln EUR we wrześniu, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 25,5% r/r we wrześniu do 22,6% w październiku, a tempo wzrostu importu obniżyło się z 28,9% r/r do 23,0%, co będzie spójne ze spowolnieniem produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej odnotowanym w październiku. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
 - **W czwartek opublikowane zostaną finalne dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniosła 17,4% r/r wobec 17,9% w październiku. W kierunku spadku inflacji oddziaływały niższe wkłady cen paliw i innych nośników energii. Szczególnie interesującą informacją w danych będzie odpowiedź na pytanie, które kategorie odpowiadały za zaskakujący spadek cen nośników energii w ujęciu m/m. Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 6,75%).** Decyzja Rady była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Brak istotnych zmian w komunikacie grudniowym w porównaniu z komunikatem z listopada wskazuje, że wysoka inflacja ma dla Rady nadal znaczenie drugorzędne i głównym celem polityki pieniężnej jest niedopuszczenie do nadmiernego spowolnienia wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. Treść komunikatu sugeruje wprawdzie, że Rada nie zamknęła cyklu zaostrzenia polityki pieniężnej, jednak prawdopodobieństwo powrotu przez Radę do cyklu podwyżek w najbliższych miesiącach pozostaje niskie (por. MAKROpuls z 07.12.2022). Trzecia z rzędu decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, jest zgodna z deklarowaną w wypowiedziach publicznych przez prezesa NBP i niektórych członków Rady niechęcią do dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej mimo uporczywie wysokiej inflacji i niskiego prawdopodobieństwa powrotu inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W czwartek odbyła się również zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego, który dał do zrozumienia, że RPP

stara się jak najszybciej zdusić inflację, ale jednocześnie chce uniknąć zbyt silnego ograniczenia aktywności gospodarczej. Zasugerował również, że inflacja na świecie zaczyna się obniżać, co będzie sprzyjać obniżeniu inflacji w Polsce. Powtórzył jednak swoją zapowiedź, że ostatnie decyzje RPP o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie nie oznaczają zakończenia cyklu podwyżek, lecz jego zawieszenie. Ubiegłotygodniowa decyzja Rady, a także wypowiedzi A. Głapińskiego podczas czwartkowej konferencji prasowej są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą do końca 2023 r. stopy procentowe NBP nie ulegną zmianie.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA. Indeks ISM dla usług zwiększył się w listopadzie do 56,5 pkt. wobec 54,4 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (53,1 pkt.).** Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów jego składowych dla bieżącej aktywności oraz zatrudnienia,

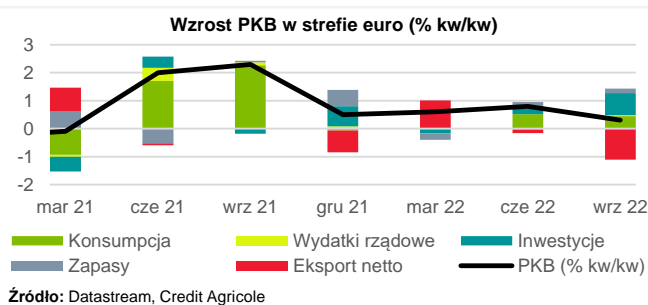


podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla czasu dostaw oraz nowych zamówień. W danych warto zwrócić uwagę na obniżające się tempo wzrostu cen usług oferowanych przez ankietowane firmy, niemniej pozostaje ono nadal na wysokim na tle historycznym poziomie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w grudniu do 59,1 pkt. wobec 56,8 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (56,9 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Zmniejszyła się natomiast podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanego inflacji w horyzoncie 1 roku (4,6% r/r w grudniu wobec 4,9% w listopadzie), co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych w USA obniżają się. Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,8% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 0,5%.

➤ **Saldo chińskiego bilansu handlowego w Chinach zmniejszyło się w listopadzie do 69,8 mld USD wobec 85,2 mld USD w październiku przy oczekiwaniach rynku równych 79,0 mld USD.** Dynamika eksportu zmniejszyła się w listopadzie do -8,7% r/r wobec -0,3% w październiku, a dynamika importu spadła do -10,6% wobec -0,7%, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio -3,5% oraz -5,0%). Dane o eksporcie sygnalizują obniżenie aktywności w światowym handlu. Z kolei dane o imporcie wskazują tym samym na utrzymujący się negatywny wpływ restrykcji covidowych na chiński popyt wewnętrzny. Prognozujemy, że w kolejnych miesiącach chiński rząd nasili działania w ramach swojej polityki gospodarczej ukierunkowane na pobudzenie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w Chinach będzie zapowiedziane w ubiegłym tygodniu przez chiński rząd stopniowe odchodzenie od polityki zero-COVID. Niemniej jednak prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach obniży się do 3,0% w 2022 r. wobec 8,1% w 2021 r.

➤ **Zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę kursu EURUSD.** Uważamy, że kurs EURUSD wyniesie 1,03 na koniec grudnia br. (0,97 przed rewizją), 1,00 na koniec marca 2023 r. (0,99), 1,03 na koniec czerwca (1,01), 1,06 na koniec września (1,05) oraz 1,09 na koniec grudnia (1,07). W naszej ocenie w krótkim okresie jastrzębie nastawienie Fed będzie sprzyjać spadkowi kursu EURUSD. Niemniej uwzględniając długie pozycje inwestorów na rynku walutowym, strukturę światowych rezerw walutowych, a także modele oparte o realny efektywny kurs walutowy oraz parytet siły nabywczej uważamy, że kurs dolara względem euro jest przewartościowany, stąd zdecydowaliśmy się obniżyć jego ścieżkę. Prognozujemy, że na koniec marca 2024 r. kurs EURUSD wyniesie 1,09, na koniec czerwca 1,07 oraz 1,05 na koniec września i grudnia. Umocnieniu dolara względem euro w 2024 r. będzie sprzyjać m.in. ożywienie gospodarcze w USA w warunkach umiarkowanego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed.

Zgodnie z finalnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w III kw. do 0,3% wobec 0,8% w II kw. (2,3% r/r w III kw. wobec 4,3% w II kw.), a tym samym ukształtowała się powyżej poprzedniego szacunku (odpowiednio 0,2% kw/kw i 2,1% r/r). Obniżenie kwartalnej dynamiki



Źródło: Datastream, Credit Agricole

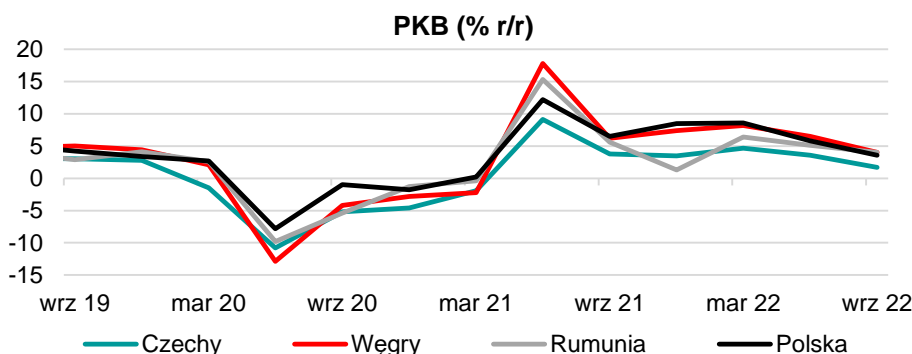
PKB pomiędzy II kw. a III kw. wynikało przede wszystkim z niższego wkładu eksportu netto. Jednocześnie głównym źródłem wzrostu gospodarczego w strefie euro w III kw. były inwestycje, podczas gdy w II kw. była to konsumpcja. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w strefie euro zwiększy się w 2022 r. o 3,2% wobec wzrostu o 5,2% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 0,5%.

Prognozy makroekonomiczne dla krajów EŚW-4

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Czechy	2,2	-0,5	2,4	15,0	9,5	3,8
Węgry	5,1	1,5	2,3	14,6	14,0	4,0
Rumunia	4,6	2,2	2,4	13,8	11,1	5,1
Polska	4,5	1,2	3,1	14,3	12,1	4,8

Źródło: Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2022-2024 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Polski, Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-4).



Źródło: Datastream, Credit Agricole

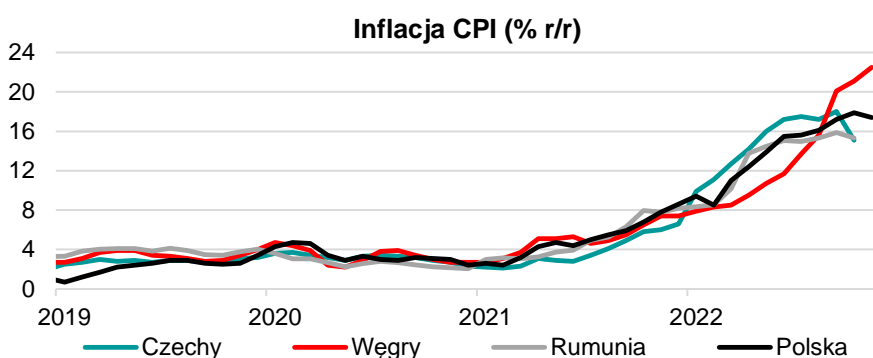
Średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach EŚW-4 kształtują się podobnie. Obecnie wszystkie cztery gospodarki wchodzą w fazę silnego spowolnienia z uwagi na trwającą wojnę w Ukrainie, postępujące spowolnienie w światowym handlu, wygasanie odłożonego popytu oraz transmisję podwyżek stóp procentowych zrealizowanych

w ostatnich kwartałach. Oczekujemy, że wysoka inflacja we wszystkich krajach regionu, ograniczająca realną siłę nabywczą przyczyni się do spowolnienia (lub nawet spadku) konsumpcji. Z kolei inwestycje będą hamowane m.in. przez utrzymującą się podwyższoną niepewność dotyczącą perspektyw gospodarczych oraz wysokie stopy procentowe. Osłabienie popytu krajowego będzie jednocześnie oddziaływało w kierunku obniżenia dynamiki importu, co z kolei będzie czynnikiem ograniczającym spowolnienie gospodarcze. W rezultacie prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w 2023 r. ukształtuje się na poziomie 1,5% r/r na Węgrzech (wobec 5,1% w 2022 r.), 2,2% w Rumunii (4,6%) i 1,2% w Polsce (4,5%, bez zmian w porównaniu do poprzedniej prognozy).

Pod względem perspektyw makroekonomicznych niekorzystnie wyróżniają się Czechy. Skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w III kw. br. (spadek dynamiki do 1,7 % r/r) była w Czechach znacząco większa niż w pozostałych gospodarkach regionu (tempo wzrostu PKB równe ok. 4% r/r) oraz został odnotowany spadek konsumpcji w ujęciu r/r. Zakładając kontynuację tych tendencji (realny wzrost wynagrodzeń w

Czechach wyniósł -9,8% r/r w III kw.) oczekujemy, że w 2023 r. PKB Czech obniży się o 0,5% r/r wobec wzrostu o 2,2% w 2022 r. Nasze prognozy dla krajów EŚW-4 są obarczone istotnym ryzykiem w dół, które może się zmaterializować w przypadku wystąpienia „szoku gazowego”, a więc scenariusza głębokiej recesji w Niemczech, oddziałującej w kierunku silnego obniżenia aktywności w przetwórstwie krajów regionu oraz dalszego wzrostu cen nośników energii (por. MAKROmapa z 11.07.2022).

W 2024 r., wraz z oczekiwanym przez nas ożywieniem strefie euro i światowym handlu, prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w krajach EŚW-4 umiarkowanie przyspieszy. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2024 r. będą efekty niskiej bazy z 2023 r. W przypadku Polski nadal zakładamy, że uruchomienie Krajowego Planu Odbudowy opóźni się do przełomu lat 2023 i 2024, co będzie ważnym czynnikiem wsparcia dla wzrostu inwestycji i wzrostu PKB w 2024 r.

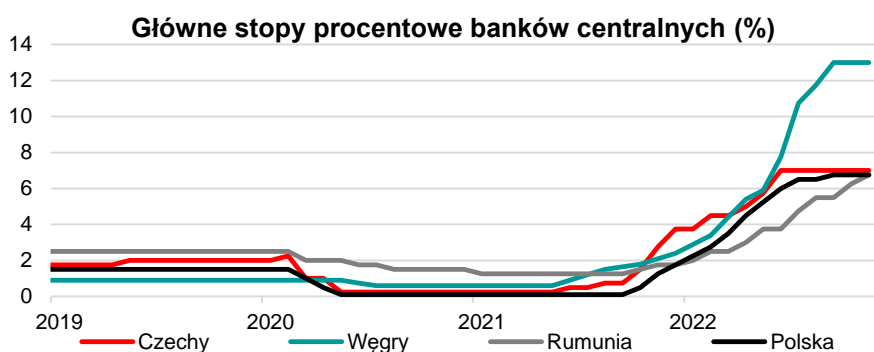


We wszystkich krajach regionu obserwowaliśmy wzrost inflacji w ostatnich kwartałach. Silna presja kosztowo-płacowa, szybki wzrost cen nośników energii, zakłócenia w łańcuchach dostaw oddziaływały w proinflacyjnie. Obecnie inflacja kształtuje się powyżej 20% na Węgrzech, ok. 15% w Rumunii i Czechach i 17,4% w Polsce (por. wykres). Poza Węgrami, zgodnie z

najnowszymi (październikowymi/listopadowymi) danymi w każdym kraju odnotowany został spadek inflacji. Nie uważamy jednak, że to już koniec wzrostu inflacji.

W przypadku Czech obniżenie tempa wzrostu cen w październiku (do 15,1% z 18,0% we wrześniu) wynikało głównie z uwzględnienia przez urząd statystyczny mechanizmu rekompensat za energię elektryczną, który zgodnie z szacunkami banku centralnego oddziaływał w kierunku spadku inflacji o 3,5 pkt. proc. W styczniu 2023 r. mechanizm ten zostanie wygaszony, a jednocześnie ceny energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych zostaną zamrożone. Wypadkową tych dwóch czynników będzie wzrost inflacji ogółem w Czechach. Podobnie w Polsce, wygaszenie Tarczy Antyinflacyjnej i jednocześnie wprowadzenie nowego mechanizmu ograniczenia wzrostu cen energii na początku 2023 r. będzie proinflacyjne. W Rumunii, zgodnie z obowiązującymi obecnie regulacjami ceny energii elektrycznej i gazu pozostaną zamrożone do końca marca 2023 r. W naszym scenariuszu zakładamy, że rumuński rząd wydłuży horyzont obowiązywania tego rozwiązania do końca 2023 r.

Oczekujemy, że w I kw. 2023 r. powinniśmy zaobserwować szczyt inflacji we wszystkich krajach EŚW-4. Sytuacja na Węgrzech zasługuje jednak na szczególną uwagę. W ubiegłym tygodniu rząd Węgier zdecydował się na przedterminowe zniesienie cen maksymalnych na paliwa, które miały obowiązywać do końca br. W rezultacie ceny paliw wzrosły o kilkadziesiąt procent, co przyczyni się do wzrostu inflacji w grudniu o ok. 3 pkt. proc. względem listopada. Tym samym Węgry rozpoczną 2023 r. z najwyższą inflacją na tle pozostałych krajów regionu (przekroczy ona zapewne 25% w styczniu), co jednocześnie podbije średnioroczne tempo wzrostu cen. W kolejnych miesiącach inflacja powinna się obniżać we wszystkich krajach EŚW-4 z uwagi na antyinflacyjny wpływ zacieśniania polityki pieniężnej, efekty wysokiej bazy z 2022 r., prognozowany przez nas spadek inflacji bazowej w strefie euro (por. MAKROmapa z 5.12.2022), wyraźny spadek cen większości surowców rolnych na światowym rynku w ostatnich miesiącach oraz malejące bariery podażowe. Oczekujemy, że w 2023 r. inflacja wyniesie 9,5% r/r w Czechach, 14,0% na Węgrzech, 11,1% w Rumunii i 12,1% w Polsce. W warunkach utrzymujących się tendencji dezinflacyjnych w 2024 r. prognozujemy, że inflacja obniży się w okolice 4-5% we wszystkich krajach EŚW-4 (por. tabela).



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Z uwagi na podobne perspektywy makroekonomiczne polityka pieniężna realizowana przez poszczególne banki centralne w regionie EŚW-4 była do siebie zbliżona w ostatnich kwartałach – każdy z nich stopniowo podnosił stopy procentowe. Choć żaden z nich nie zakończył oficjalnie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, to uważamy, że obecnie będą one

realizowały politykę *wait-and-see* i nie będą już dalej podnosić stóp procentowych. Ważnym argumentem na rzecz stabilizacji stóp procentowych jest oczekiwany na początku przyszłego roku szczyt inflacji, a następnie jej stopniowy spadek, jak również prognozowane znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. W przypadku Czech i Polski banki centralne podjęły decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niemiesionym poziomie już na ostatnich trzech posiedzeniach. Zgodnie z *Minutes* z ostatniego posiedzenia Narodowego Banku Rumunii, kolejne decyzje w polityce pieniężnej będą uzależnione od horyzontu utrzymywania zamrożonych cen energii przez rząd. Jeśli zostanie on wydłużony do końca 2023 r. to zgodnie z szacunkami banku centralnego inflacja pod koniec 2024 r. będzie niższa o ok. 4 pkt. proc. niż obecnie prognozowana, co będzie dla NBR argumentem na rzecz braku konieczności dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Uważamy, że taki scenariusz się zmaterializuje. Z kolei Narodowy Bank Węgier wyróżnia się na tle innych krajów EŚW-4. Uważamy, że główna stopa bazowa zostanie zapewne utrzymana na niezmiennym poziomie w kolejnych kwartałach. Jednak w warunkach wysokiej inflacji bank centralny zapewne zintensyfikuje działania w ramach niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej (polegające na kontroli płynności), które będą oddziaływać w kierunku dalszego wzrostu stóp procentowych na rynku międzybankowym (obecnie stawka BUBOR 3M wynosi 16,2%) powyżej głównej stopy procentowej (13,0%).

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)									
	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24	
Czechy	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50	6,00	5,75	5,50	5,25	
Węgry	13,00	13,00	13,00	13,00	11,50	9,50	8,00	7,00	6,00	
Rumunia	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	
Polska	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	

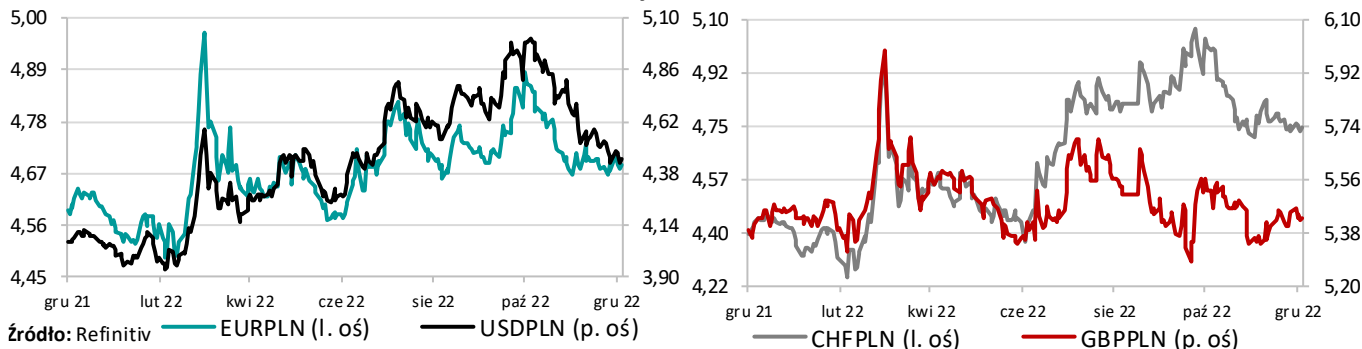
	Kursy walutowe									
	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24	
EURCZK	24,5	24,5	24,4	24,4	24,4	24,6	24,7	24,8	24,9	
EURHUF	411	414	408	400	390	385	380	375	370	
EURRON	4,94	4,96	4,94	4,92	4,90	4,88	4,88	4,88	4,88	
EURPLN	4,70	4,78	4,73	4,70	4,65	4,65	4,62	4,57	4,50	

Źródło: Credit Agricole

Wraz z obniżającą się inflacją i poprawiającą się sytuacją gospodarczą, banki centralne w Czechach i na Węgrzech rozpoczną cykl łagodzenia polityki pieniężnej w II poł. 2023 r., a w 2024 r. dołączą do nich NBP i NBR. Prognozujemy, że pod koniec 2024 r. stopy procentowe znajdą się w przedziale 5-6% we wszystkich krajach EŚW-4. Oczekujemy, że z uwagi na podwyższoną awersję do ryzyka oraz zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, kursy walut regionu będą utrzymywały się na relatywnie niskich poziomach na przełomie lat 2022 i 2023. W dłuższym horyzoncie oczekiwana przez nas poprawa sytuacji gospodarczej na poziomie lokalnym i globalnym, jak również zmiana nastawienia Fed i EBC na bardziej łagodne będą sprzyjały umocnieniu walut regionu (por. tabela).

Decyzje Fed i EBC kluczowe dla kursu złotego

Kursy walutowe

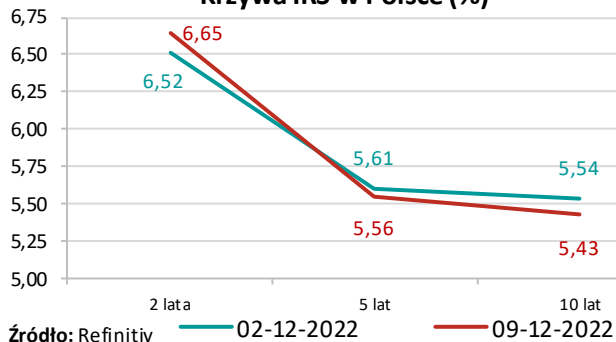


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6870 (osłabienie złotego o 0,3%). W poniedziałek doszło do osłabienia złotego, niemniej w kolejnych daniach kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. Środowe posiedzenie RPP, a także czwartkowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego nie miały istotnego wpływu na kurs EURPLN. Z relatywnie niską zmiennością mieliśmy do czynienia również w przypadku kursu EURUSD, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych.

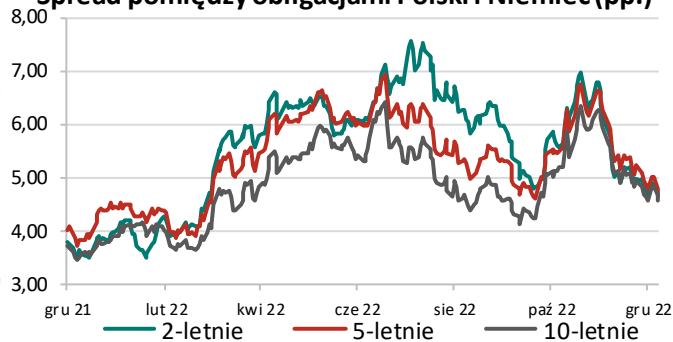
W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą posiedzenia Fed (środa) oraz EBC (czwartek). W naszej ocenie mogą one przyczynić się do podwyższonej zmienności kursu złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Posiedzenia Fed i EBC w centrum uwagi

Krzywa IRS w Polsce (%)



Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 6,65 (wzrost o 13pb), 5-letnie do 5,56 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 5,43 (spadek o 11pb). Po przejściowej korekcie w poniedziałek, ubiegły tydzień przyniósł dalszy spadek stawek IRS na długim końcu krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Zmniejszeniu stawek IRS na rynkach bazowych sprzyjały zwiększające się oczekiwania inwestorów na spadek inflacji, co stworzyłoby przestrzeń do obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne w średnim okresie.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS posiedzenia Fed (środa) oraz EBC (czwartek). Uważamy, że mogą one przyczynić się do podwyższonej zmienności stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym czynnikiem wpływającym na krzywą dochodowości pozostaną informacje sugerujące

ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kw i 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75
Kurs EURPLN*	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,70
Kurs USDPLN*	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,56
Kurs CHFPLN*	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,95
Inflacja CPI (r/r, %)	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,8	1,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	22,9	21,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	14,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	12,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	
Saldo ROB (mln EUR)	-1483	-3883	-1091	-2032	-4206	-2844	-1340	-541	-1887	-3332	-1561	-2060		
Eksport (r/r, %, EUR)	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	26,7	25,5	22,6		
Import (r/r, %, EUR)	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,7	28,9	23,0		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,6	1,1	-1,0	0,0	2,5	3,2	4,5	1,2	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	6,7	6,4	0,9	-2,0	-1,5	-1,5	0,7	2,5	2,9	0,0	3,0	
Inwestycje (% r/r)	4,7	6,6	2,0	-1,8	-2,4	-0,3	1,4	2,8	2,1	0,8	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,2	5,2	6,9	4,5	2,3	1,0	3,3	4,6	5,2	2,8	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,4	6,9	6,0	2,3	0,3	-1,0	3,1	4,0	5,9	1,6	4,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	-1,0	-0,9	-0,9	0,4	1,2	1,6	0,0	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,0	0,3	-0,4	-0,3	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,7
	Eksport netto (pp.)	-2,7	-0,7	0,6	1,3	1,2	1,3	0,2	0,4	-0,2	0,8	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,7	-3,5	-3,7	-4,0	-3,9	-3,8	-3,7	-3,6	-4,0	-3,6	-3,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,3	5,7	5,4	5,3	5,5	5,3	5,5	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	-0,5	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	14,6	14,0	14,5	13,2	11,4	9,9	12,5	12,3	7,5	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,5	18,3	13,5	10,1	6,4	14,3	12,1	4,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,18	6,88	6,88	6,88	6,88	7,18	6,88	5,76	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	5,75	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,70	4,78	4,73	4,70	4,65	4,70	4,65	4,50	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,56	4,78	4,59	4,43	4,27	4,56	4,27	4,29	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Wtorek 13.12.2022 r.							
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	-36,7			-26,4
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,4	0,3	0,3	
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,3	0,3	0,4	
Środa 14.12.2022 r.							
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	0,9			-1,5
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Październik	-1561	-2060	-796	
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	4,00	4,50	4,50	
Czwartek 15.12.2022 r.							
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	5,0	3,5	3,8	
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	-0,5	-4,2	-3,0	
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	5,8	5,5	5,7	
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	0,50			
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	17,9	17,4	17,4	
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	3,00		3,50	
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	2,00	2,50	2,50	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	1,3	-0,1	-0,1	
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	4,5			
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	-19,4			
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	-0,1	0,0	-0,2	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Listopad	79,9		79,8	
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,4			
Piątek 16.12.2022 r.							
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	46,2			46,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	48,5			48,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	47,1			47,1
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	47,8			48,0
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Listopad	10,0			10,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Listopad	11,0	11,3	11,3	
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	47,7			

* 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 Refinitiv



Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.