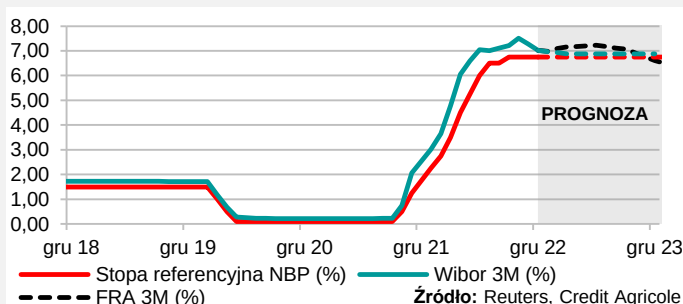
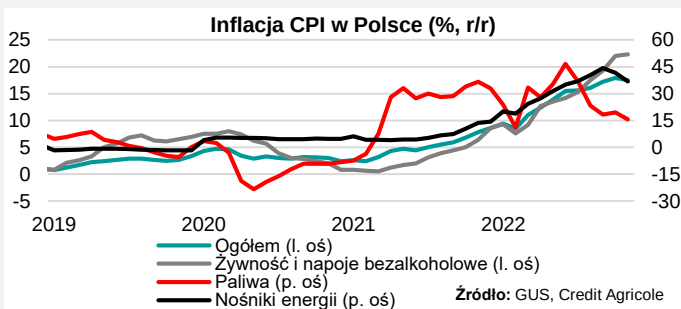


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 6,75%). Grudniowa, trzecia z rzędu decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, była 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. Decyzja o stabilizacji stóp procentowych na posiedzeniu w tym tygodniu będzie spójna z wypowiedziami prezesa NBP na grudniowej konferencji. A. Głapiński dał wówczas do zrozumienia, że RPP stara się jak najszybciej zdusić inflację, ale jednocześnie chce uniknąć zbyt silnego ograniczenia aktywności gospodarczej. Ważnym argumentem dla RPP na rzecz status quo w polityce pieniężnej będzie spadek inflacji CPI odnotowany w listopadzie (i jej prognozowany dalszy spadek w grudniu, patrz poniżej). Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej.



Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o inflacji w Polsce. Naszym zdaniem obniżyła się ona do 17,3% r/r w grudniu wobec 17,5% w październiku. Wzrost inflacji bazowej i dynamiki cen żywności został z naddatkiem



skompensowany przez niższe tempo wzrostu cen paliw i nośników energii. Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z konsensem (17,3%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

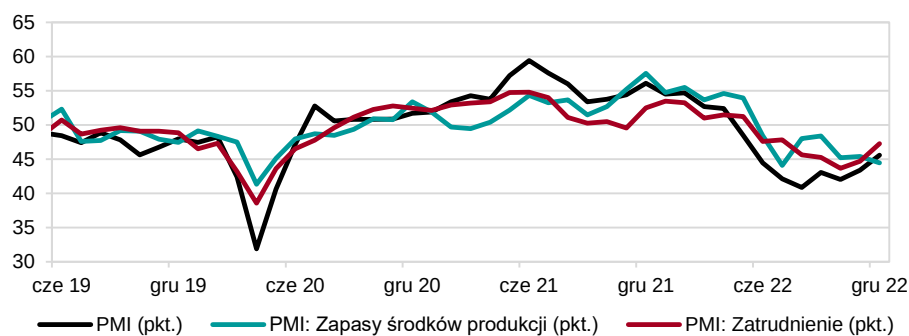
W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Zgodnie z konsensem zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 200 tys. osób w grudniu wobec wzrostu o 263 tys. w listopadzie, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,7%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 150 tys. w grudniu wobec 127 tys. w listopadzie). W środę poznamy indeks ISM dla przetwórstwa, który zgodnie z konsensem zmniejszył się do 48,5 pkt. w grudniu z 49,0 pkt. w listopadzie, co będzie spójne ze spadkiem wskaźnika PMI dla przetwórstwa. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

Na środę zaplanowana jest publikacja Minutes z grudniowego posiedzenia FOMC. Istotnym elementem Minutes będą informacje na temat różnic w oczekiwaniach poszczególnych członków Fed dotyczących tempa zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach, w szczególności konieczności zmniejszenia skali kolejnych podwyżek stóp procentowych. W trakcie konferencji po grudniowym posiedzeniu FOMC J. Powell stwierdził, że Fed ma jeszcze

dużo do zrobienia w celu odzyskania kontroli nad inflacją. Jednocześnie dał on do zrozumienia, że kolejne podwyżki stóp procentowych są wskazane, aby w średnim okresie przywrócić inflację do celu inflacyjnego na poziomie 2%. Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

- **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Rynek oczekuje, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w grudniu do 9,7% r/r wobec 10,1% w listopadzie. We wtorek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Rynek oczekuje, że zmniejszyła się ona do 10,7% r/r w grudniu z 11,3% w listopadzie. Uważamy, że grudniowa publikacja będzie kolejnym sygnałem dezinflacji w strefie euro. Oczekujemy, że inflacja w obszarze wspólnej waluty będzie utrzymywała się w trendzie spadkowym w 2023 r. Publikacja danych o inflacji będzie naszym neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Rynek oczekuje, że indeks Caixin PMI obniżył się do 48,8 pkt. w grudniu z 49,4 pkt. w listopadzie. Wsparciem dla takiej prognozy jest indeks CFLP PMI, który został opublikowany w weekend. Zmniejszył się on do 47,0 pkt. w grudniu z 48,0 pkt. w listopadzie, co było jego najsilniejszym spadkiem od wybuchu pandemii. Czynnikiem negatywnym dla aktywności w chińskim przetwórstwie jest silny wzrost zakażeń związany z odejściem Chin od polityki „zero COVID”. Ponadto, w kierunku pogorszenia koniunktury w chińskim przetwórstwie oddziałują spowolnienie w światowym handlu, a także słabnący popyt wewnętrzny. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.
- **Dzisiaj opublikowane zostały grudniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 45,6 pkt. wobec 43,4 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (44,0 pkt.) i naszej prognozy (44,3 pkt., patrz poniżej).

Restrukturyzacja w polskim przetwórstwie przemysłowym postępuje



Źródło: Markit

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 45,6 pkt. wobec 43,4 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (44,0 pkt.) i naszej prognozy (44,3 pkt.). Tym samym indeks od ośmiu miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie wartości

indeksu wynikało z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych: dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia i czasu dostaw. Przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zapasów.

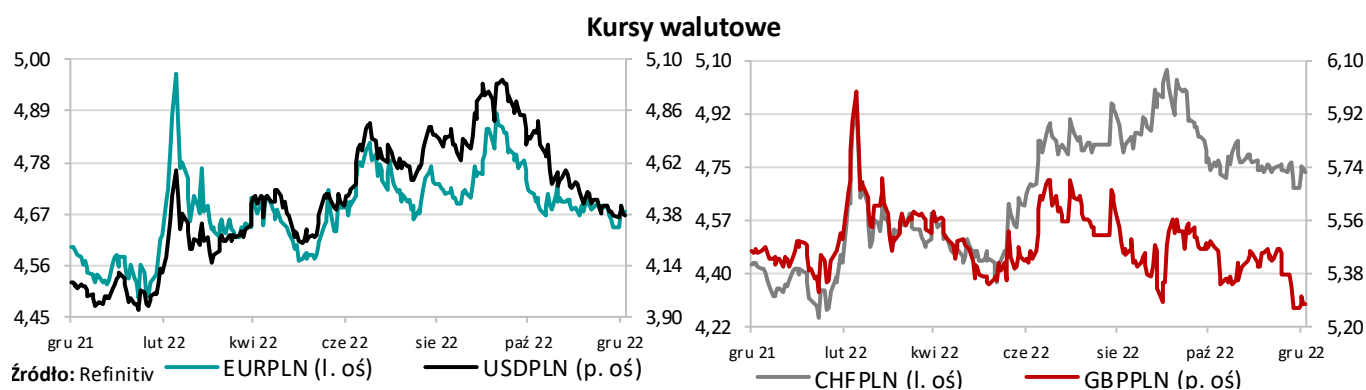
Struktura indeksu w grudniu nie zmieniła się istotnie w porównaniu do listopada. Nadal utrzymuje się silny spadek nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych, przy czym jego tempo stopniowo spowalnia. Niższe zamówienia znajdują z kolei odzwierciedlenie w spadku bieżącej produkcji. Zgodnie z komunikatem, wśród przyczyn słabszego popytu firmy wymieniały niestabilną sytuacją gospodarczą oraz wysoką inflację.

Ze względu na słabszy popyt, od siedmiu miesięcy firmy nadrabiają zaległości produkcyjne, co pozwala im ograniczać spadek bieżącej produkcji. Mimo to, w warunkach utrzymującej się silnej presji kosztowej wiele firm stanęło przed koniecznością przeprowadzenia procesów restrukturyzacyjnych, na co wskazuje już siódmy z rzędu spadek zatrudnienia oraz zapasów. Wysoką niepewność co do perspektyw sytuacji gospodarczej widać również w indeksie dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy. Choć kształtuje się on lekko powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, to pozostaje on na bardzo niskim na tle historycznym poziomie.

W danych na szczególną uwagę zasługują obniżające się indeksy zarówno dla cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak i dóbr finalnych sprzedawanych przez ankietowane firmy. Mimo, że tempo wzrostu cen pozostaje wysokie to w ostatnich miesiącach wyraźnie słabnie. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym, że inflacja osiągnie swoje maksimum w I kw. br. na poziomie 18,3% r/r, a następnie będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym osiągając 6,4% w IV kw.

Średnia wartość indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększyła się w IV kw. do 43,7 pkt. wobec 42,0 pkt. w III kw. Tym samym dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki, zgodnie z którym w najbliższych kwartałach uniknie ona recesji, a w całym 2023 r. wzrost gospodarczy wyniesie 1,2%. Jednocześnie dzisiejsze dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w grudniu wspierają nasz scenariusz, zgodnie z którym tempo wzrostu gospodarczego spowolni do 1,1% r/r w IV kw. z 3,6% w III kw. Dzisiejsze dane są naszym zdaniem lekko pozytywne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

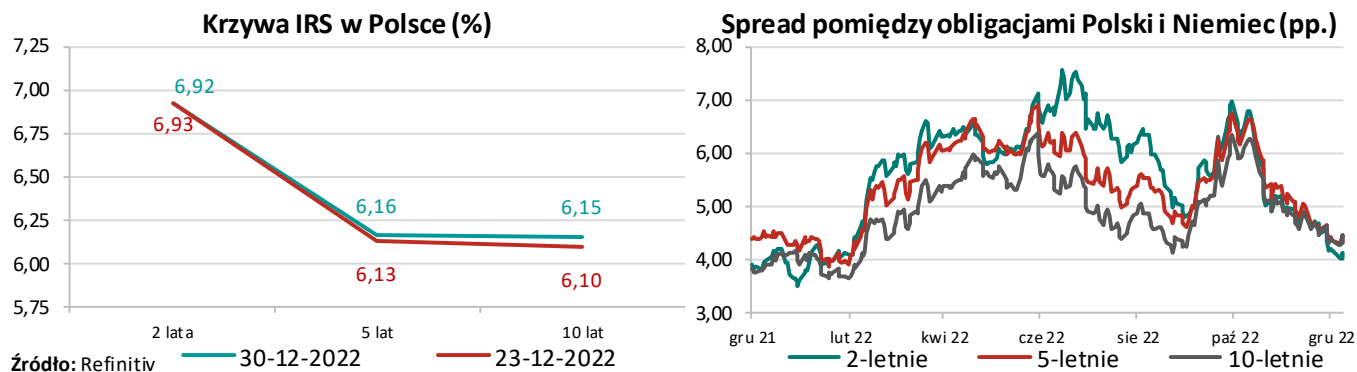
Publikacja *Minutes* FOMC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł 4,6760 (osłabienie złotego o 0,8%). Na początku ubiegłego tygodnia doszło do osłabienia złotego. Deprecjacji polskiej waluty sprzyjały słabnące oczekiwania części inwestorów na szybkie otrzymanie przez Polskę środków z KPO. W dalszej części tygodnia kurs złotego był stabilny, co wynikało z uboższego kalendarza wydarzeń makroekonomicznych, a także obniżonej płynności na rynku z uwagi na okres świąteczno-noworoczny. Z tego samego powodu z relatywnie niską zmiennością mieliśmy do czynienia również w przypadku kursu EURUSD.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC. W naszej ocenie może ona sprzyjać 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.

Publikacja *Minutes* FOMC będzie sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 6,92 (spadek o 1pb), 5-letnie zwiększyły się do 6,16 (wzrost o 3pb), a 10-letnie do 6,15 (wzrost o 5pb). W ubiegłym tygodniu doszło do lekkiego wzrostu stawek IRS na długim końcu krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Zwiększeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjały rosnące oczekiwania inwestorów na to, że główne banki centralne utrzymają stopy procentowe na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas. Jednocześnie na rynku utrzymywała się obniżona płynność z uwagi na okres świąteczno-noworoczny.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC, która może sprzyjać podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. 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	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	6,75
Kurs EURPLN*	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,68	4,70
Kurs USDPLN*	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,39	4,39
Kurs CHFPLN*	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,75	4,82
Inflacja CPI (r/r, %)	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	17,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,5	3,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	20,8	19,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	18,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	12,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-3883	-1091	-2032	-4206	-2844	-1340	-541	-1887	-3332	-1561	-549	-1084		
Eksport (r/r, % EUR)	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	26,7	25,5	23,7	19,5		
Import (r/r, % EUR)	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,7	28,9	24,6	21,5		

* 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	5,2	5,6	5,4	5,3	5,5	5,2	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	7,02	6,88	6,88	6,88	6,88	7,02	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	4,69	4,78	4,73	4,70	4,65	4,69	4,65	4,50	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,39	4,78	4,59	4,43	4,27	4,39	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**
Poniedziałek 02.01.2023 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	43,4	44,3	44,0
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	47,4	47,4	47,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	47,8	47,8	47,8
Wtorek 03.01.2023 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	49,4		48,8
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	11,3		10,7
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	46,2		
Środa 04.01.2023 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Styczeń	6,75	6,75	6,75
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Grudzień	49,1	49,1	49,1
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Grudzień	48,8	48,8	48,8
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	49,0		48,5
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Grudzień			
Czwartek 05.01.2023 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Listopad	6,9		7,5
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	17,5	17,3	17,3
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	30,8		27,6
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Styczeń			
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Grudzień	127		145
Piątek 06.01.2023 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	0,8		-0,5
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Grudzień	0,54		
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	10,1		9,7
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	-1,8		0,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	3,7		3,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Grudzień	263		200
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Grudzień	56,5		55,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	1,0		-0,9

* 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.