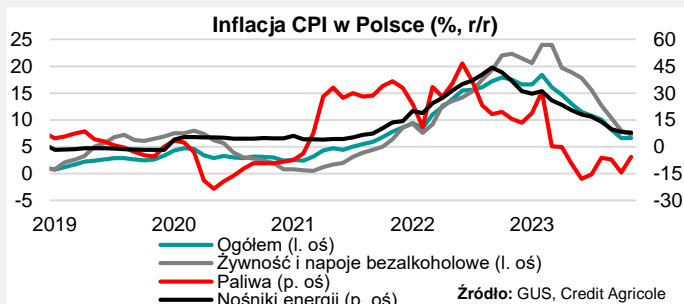
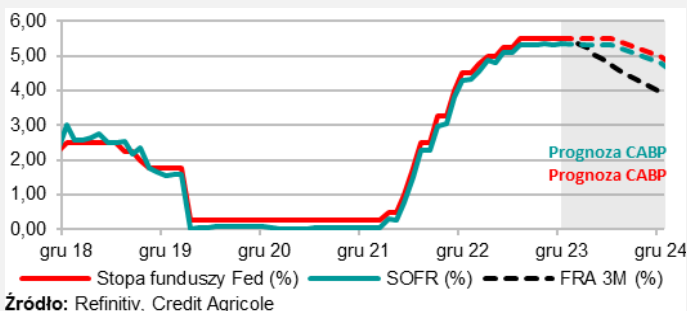


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. Prognozujemy, że obniżyła się ona do 6,4% r/r w grudniu wobec 6,6% w listopadzie. Na obniżenie inflacji złożyły się niższa dynamika cen żywności, paliw i spadek inflacji bazowej oraz oddziałujący w przeciwną stronę wzrost dynamiki cen nośników energii (efekt niskiej bazy związany ze spadkiem cen opału w grudniu 2022 r.). Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na środę publikacja Minutes z grudniowego posiedzenia FOMC. Warto przypomnieć, że mediana prognoz członków FOMC w grudniowej projekcji makroekonomicznej wskazała na zwiększenie oczekiwanej łącznej skali obniżek



stóp procentowych w 2024 r. do 75pb wobec 50pb we wrześniowej projekcji. Ta rewizja została odebrana przez rynki jako gołębi sygnał ze strony Rezerwy Federalnej i przyczyniła się do nasilenia oczekiwań rynkowych na łagodzenie polityki pieniężnej w USA. Ważnym elementem *Minutes* będą zatem opinie poszczególnych członków Fed dotyczące odpowiedniego momentu rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i jego skali. Kontrakty terminowe wyceniają obecnie obniżki stóp procentowych łącznie o 150pb do końca 2024 r. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że Fed rozpocznie cykl łagodzenia polityki pieniężnej w III kw. 2024 r., obniżając stopy procentowe łącznie o 50pb w tym roku. Choć rynkowa wycena skali luzowania polityki pieniężnej pozostaje naszym zdaniem nadmierna, to napływające w ostatnim czasie dane inflacyjne sygnalizują wzrost prawdopodobieństwa wcześniejszego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych (tj. już w II kw. 2024 r.). Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Rynek oczekuje, że w grudniu zwiększyło się ono o 158 tys. wobec wzrostu o 199 tys. w listopadzie przy nieznacznym wzroście stopy bezrobocia do 3,8% w grudniu wobec 3,7% w listopadzie. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym, które zgodnie z konsensusem odnotowało wzrost o 140 tys. w grudniu wobec 103 tys. w listopadzie. Z kolei w środę poznamy grudniowy odczyt indeksu ISM dla amerykańskiego przetwórstwa. Rynek oczekuje, że wzrósł on do 47,1 pkt. wobec 46,7 pkt. w listopadzie. Dostrzegamy lekkie ryzyko w dół dla tej prognozy w związku ze spadkiem grudniowego indeksu PMI dla przetwórstwa w USA. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

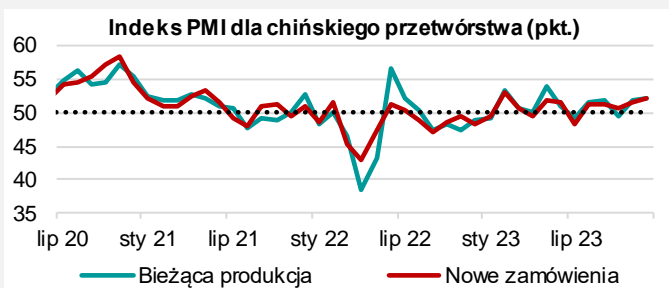
W piątek opublikowane zostaną wstępne dane o inflacji w strefie euro. Oczekujemy, że inflacja HICP w strefie euro zwiększyła się w grudniu do 3,0% r/r wobec 2,4% w listopadzie. Naszym zdaniem w kierunku wzrostu inflacji oddziaływało przede wszystkim wygaśnięcie efektów wysokiej bazy sprzed roku w zakresie kształtowania się cen nośników energii. Jednocześnie

prognozujemy, że inflacja bazowa spadła do 3,4% r/r w grudniu wobec 3,6% w listopadzie. W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczą dane o inflacji w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 4,0% r/r w grudniu wobec 2,3% w listopadzie. Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla rynków finansowych.

- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w grudniu do 47,4 pkt. wobec 48,7 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (48,4 pkt.) oraz naszej prognozy (48,0 pkt.).** Tym samym indeks od 20 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności (patrz poniżej).

W zeszłym tygodniu

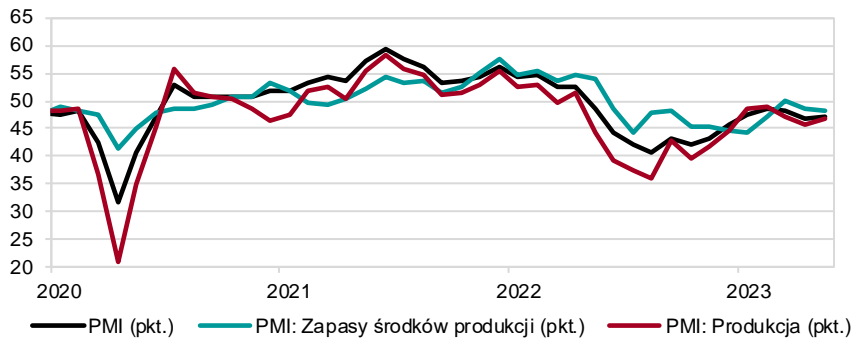
- **Indeks NBS PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w grudniu do 49,0 pkt. wobec 49,4 pkt. w listopadzie, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,5 pkt.).** Tym samym wskazał on na pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie. Odmiennej sygnalizacji dostarczył natomiast



Źródło: Markit, Credit Agricole

opublikowany dzisiaj indeks Caixin PMI, który zwiększył się w grudniu do 50,8 pkt. wobec 50,7 pkt. w listopadzie, co było powyżej oczekiwań rynku (50,4 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i zapasów. W strukturze danych na uwagę zasługuje utrzymujący się w ostatnich miesiącach wzrost nowych zamówień ogółem, który zaczyna znajdować odzwierciedlenie w wyższej bieżącej produkcji. Warto jednocześnie podkreślić, że mimo wzrostu nowych zamówień ogółem, nadal utrzymuje się spadek nowych zamówień eksportowych. Wskazuje to, że głównym źródłem ożywienia aktywności w chińskim przetwórstwie jest obecnie silniejszy popyt wewnętrzny, podczas gdy popyt zewnętrzny pozostaje słaby. W grudniu doszło do nieznacznego obniżenia składowej dla oczekiwań dotyczących wielkości produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, niemniej nadal kształtuje się ona znacząco powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Oznacza to, że oceny respondentów dotyczące przyszłej sytuacji w chińskim przetwórstwie pozostają dobre. Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w Chinach zwiększyło się w 2023 r. do 5,1% wobec 3,0% w 2022 r., a w 2024 r. zmniejszy się ono do 4,4%.

Słaba końcówka roku w polskim przetwórstwie



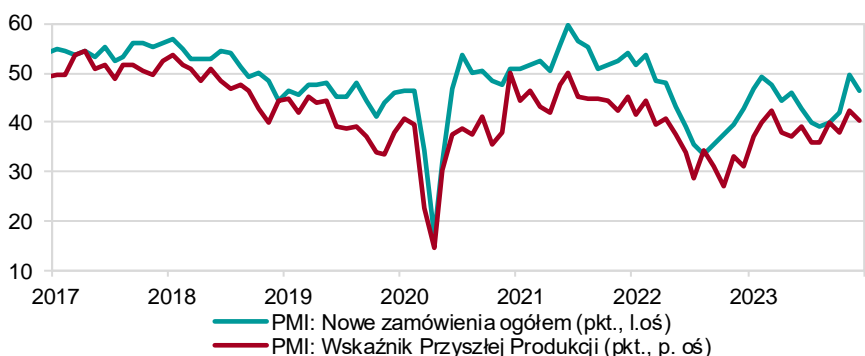
Źródło: S&P, Credit Agricole

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w grudniu do 47,4 pkt. wobec 48,7 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (48,4 pkt.) oraz naszej prognozy (48,0 pkt.). Tym samym indeks już od 20 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Obniżenie indeksu wynikało z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla zatrudnienia.

W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje ponowne przyspieszenie spadku nowych zamówień ogółem, w tym nowych zamówień eksportowych. Niższe zamówienia znalazły odzwierciedlenie w przyspieszeniu spadku bieżącej produkcji. Podobnie jak w poprzednich miesiącach firmy starały się w grudniu kompensować słabszy popyt poprzez realizację zaległości produkcyjnych, których tempo spadku w ostatnim miesiącu ponownie przyspieszyło.

W warunkach słabnącego popytu w grudniu doszło do przyspieszenia spadku zapasów dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak również ich zakupów. Jednocześnie w grudniu odnotowano skrócenie czasu oczekiwania na dostawę. W ubiegłym miesiącu mieliśmy natomiast do czynienia z dalszym wzrostem zapasów dóbr finalnych, co w naszej ocenie odzwierciedla problemy firm ze zbytem wyprodukowanych wcześniej towarów.

Opisane wyżej osłabienie popytu i problemy ze zbytem towarów znajdują odzwierciedlenie w spadku cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji jak i dóbr finalnych. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym dalsze obniżenie presji inflacyjnej w polskiej gospodarce w najbliższych miesiącach.



Źródło: S&P, Credit Agricole

Indeks PMI dla produkcji oczekiwanej w horyzoncie 12 miesięcy zmniejszył się w grudniu w porównaniu do listopada, przy czym pozostaje on na relatywnie wysokim na tle ostatnich kwartałów poziomie. Utrzymujące się dobre oczekiwania co do przyszłej produkcji znajdują odzwierciedlenie w coraz wolniejszym spadku zatrudnienia w przetwórstwie – składowa dla zatrudnienia ukształtowała się w grudniu

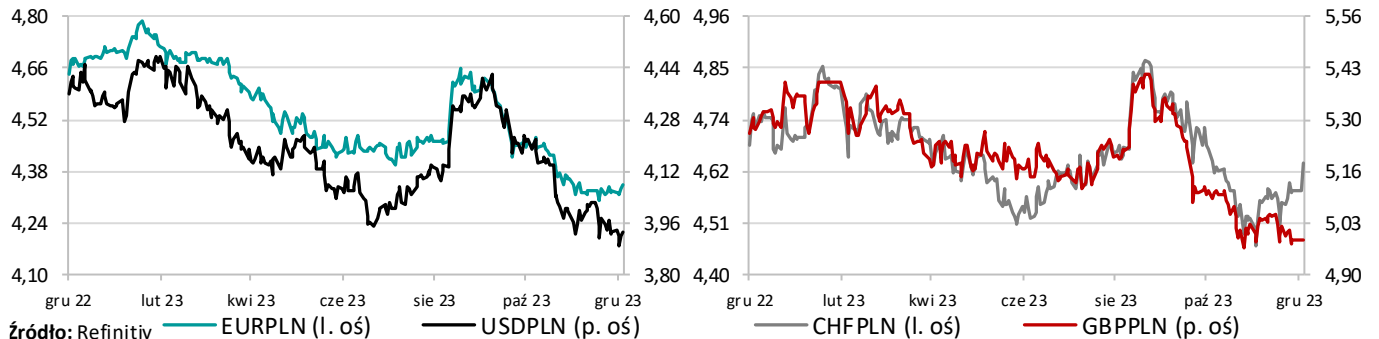
na najwyższym poziomie od czerwca 2023 r.

Średnia wartość indeksu PMI w IV kw. 2023 r. zwiększyła się do 46,9 pkt. wobec 43,5 pkt., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce zwiększyła się w IV kw. do 1,9% r/r wobec 0,5% w III kw.

Dzisiejsze dane są naszym zdaniem lekko negatywne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Publikacja *Minutes* FOMC w centrum uwagi

Kursy walutowe

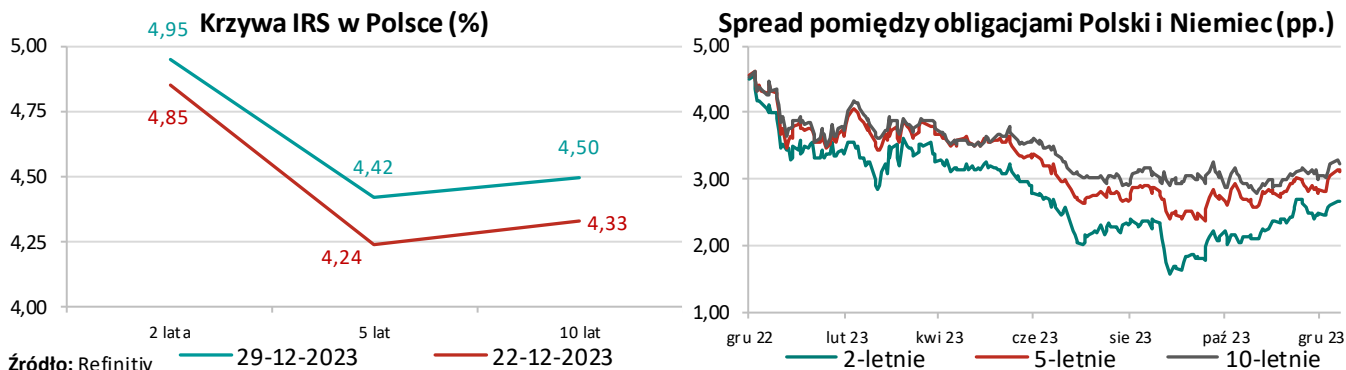


Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3433 (osłabienie złotego o 0,4%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się relatywnie niską na tle ostatnich tygodni zmiennością, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. Piątkowy incydent z rakieta w okolicach Hrubieszowa doprowadził do przejściowego osłabienia złotego. W pierwszej części tygodnia w wyraźnym trendzie wzrostowym pozostawał natomiast kurs EURUSD, czemu sprzyjały rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA. Pod koniec tygodnia doszło do korekty, co najprawdopodobniej było związane z realizacją zysków przez część inwestorów.

Opublikowany dzisiaj rano indeks PMI dla polskiego przetwórstwa jest naszym zdaniem lekko negatywny dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowa dla kursu złotego będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że może ona sprzyjać podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Minutes FOMC może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,95 (wzrost o 10pb), 5-letnie do 4,42 (wzrost o 18pb), a 10-letnie do 4,50 (wzrost o 17pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej, czemu sprzyjał jastrzębi wydzźwięk wypowiedzi członków RPP H. Wnorowskiego i I. Dąbrowskiego. Część inwestorów odebrała je jako wzrost prawdopodobieństwa realizacji scenariusza, w którym stopy procentowe w Polsce pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy czas. Z kolei na rynkach bazowych obserwowany był dalszy spadek stawek IRS wspierany przez rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne.

Opublikowany dzisiaj rano indeksy PMI dla polskiego przetwórstwa jest naszym zdaniem lekko negatywny dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC, która może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Naszym zdaniem zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,34
Kurs USDPLN*	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93
Kurs CHFPLN*	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64
Inflacja CPI (r/r, %)	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,3	1,9	-0,7	
Inflacja PPI (r/r, %)	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-4,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-748	-1722	2246	1467	1372	-330	491	1049	-62	-299	394	2036		
Eksport (r/r, % EUR)	22,0	11,6	19,2	14,8	16,1	1,5	3,8	3,5	0,2	-2,3	-4,3	1,6		
Import (r/r, % EUR)	19,4	14,6	10,4	-1,6	3,3	-9,8	-5,3	-6,0	-7,3	-11,9	-14,8	-8,4		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,9	2,3	2,6	2,9	3,3	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	0,8	2,3	2,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-0,4	3,1	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	7,2	7,3	5,3	1,9	2,6	2,0	4,9	7,9	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	-11,0	2,3	3,9	5,0	4,3	4,5	6,7	-2,1	4,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	-20,3	3,7	4,6	5,6	6,0	5,5	6,8	-6,6	5,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,5	1,2	1,5	1,7	1,9	1,8	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,2	1,6	0,7	0,3	0,5	0,5	0,8	1,3	0,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	5,9	-0,8	-0,1	0,0	-0,5	-0,6	0,2	2,7	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,1	0,6	0,8	1,0	0,5	-0,3	-1,0	-2,4	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,1	5,2	4,9	4,8	5,0	5,2	5,1	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	1,4	0,7	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	0,6	1,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,0	9,9	9,5	8,6	8,8	9,0	12,1	12,2	9,0	
Inflacja CPI (%)*	17,0	13,1	9,7	6,5	3,3	2,4	4,3	4,2	14,3	11,6	3,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,87	5,63	5,38	5,38	5,38	7,02	5,87	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,50	5,50	5,25	5,25	6,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,34	4,42	4,40	4,38	4,36	4,69	4,34	4,36	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	3,93	4,09	4,11	4,13	4,15	4,38	3,93	4,15	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 02.01.2024 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	50,7		50,4
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	48,7	48,0	48,4
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	43,1	43,1	43,1
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Listopad	-1,0		-1,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	44,2	44,2	44,2
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	48,2		
Środa 03.01.2024 r.						
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	46,7		47,1
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Grudzień			
Czwartek 04.01.2024 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Grudzień	48,1	48,1	48,1
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Grudzień	47,0	47,0	47,0
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	2,3	4,0	3,9
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Grudzień	103		140
Piątek 05.01.2024 r.						
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	6,6	6,4	6,4
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	2,4	3,0	3,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-9,4		-8,7
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	3,7		3,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Grudzień	199		158
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	-3,6		1,5
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Grudzień	52,7		52,5

* 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